嚣张的特权

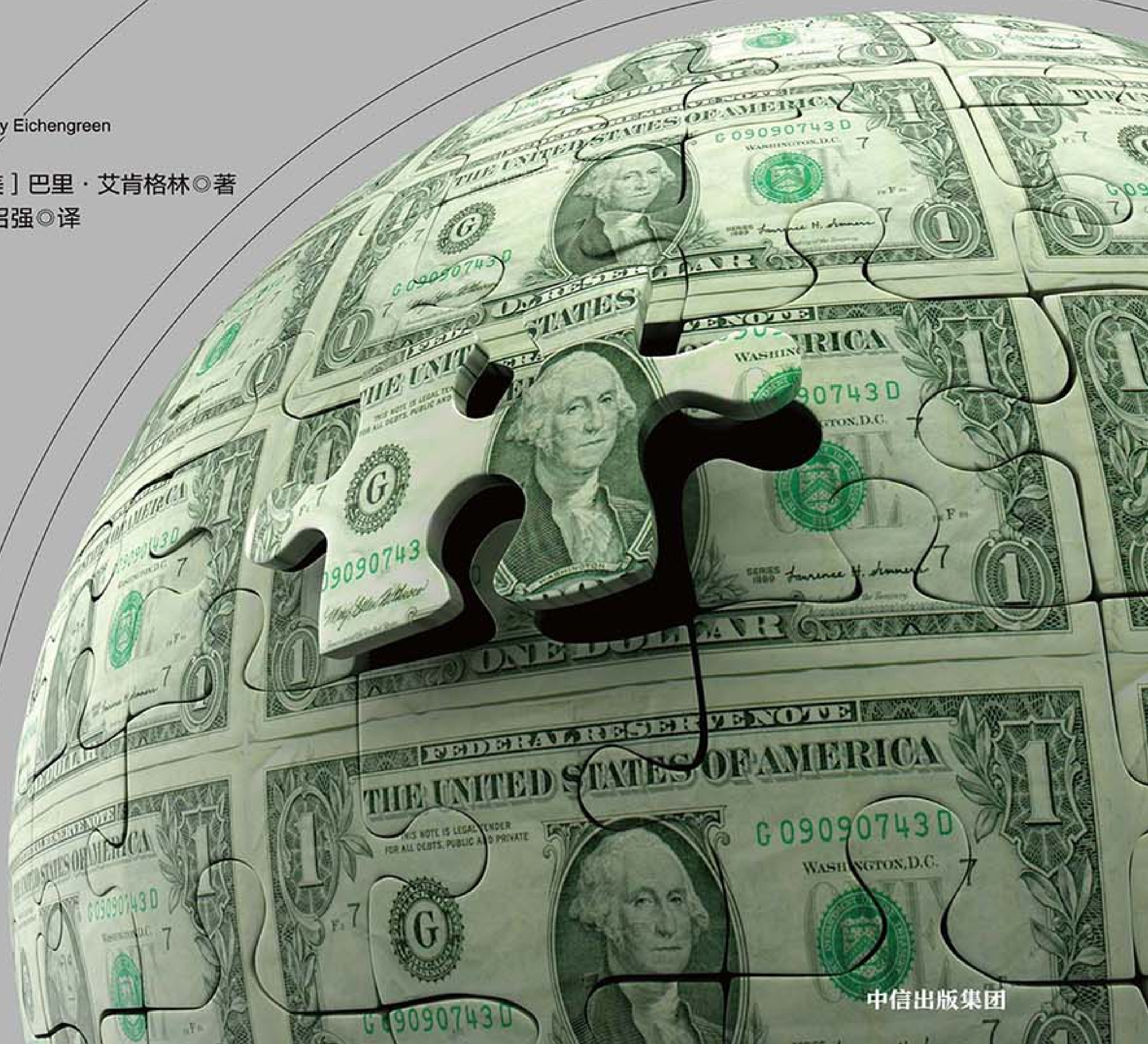
EXORBITANT PRIVILEGE

The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System

美元的国际化之路及对中国的启示

Barry Eichengreen

[美] 巴里·艾肯格林◎著
陈召强◎译



中信出版集团

版权信息

书名:嚣张的特权：美元的国际化之路及对中国的启示

作者:[美]巴里·艾肯格林

译者:陈召强

ISBN:9787508690063

中信出版集团制作发行

序

货币即政治

何帆
北京大学汇丰商学院教授

学习国际金融的学生或许会发现一个有趣的现象：很多研究国际金融的大家都有深厚的历史功底。当你读到金德尔伯格的《西欧金融史》时，一定会为作者的博学所震撼；你可能也曾听说过，克鲁格曼上大学时学的就是历史；或许，你手中正拿着罗格夫和莱因哈特合著的《这次不一样：八百年金融危机史》。其实，在研究国际金融的学者中，对历史研究一直用功最勤的，当属加州大学伯克利分校的艾肯格林教授。艾肯格林已经出版了几本在国际金融史方面影响甚广的著作，比如分析国际金本位制的《金色的羁绊：金本位与大萧条，1919—1939》，以及概述国际金融历史演变的《资本全球化：国际货币体系史》。艾肯格林教授的新作《嚣张的特权》在他的著作中，可以称得上是可读性最强、最具启发性的一本。

对中国的读者来说，看到美元的兴衰这一主题，几乎不由自主地就会想到当前热议的话题：人民币国际化。从美元的国际化，我们能学到哪些经验呢？艾肯格林教授的一些新颖观点给我留下了深刻印象。第一，他谈道，美元成为国际货币的步伐，远比我们大部分人想象的更快。第二，他谈道，美元国际化的背后，有政府强力推动的力量。

大部分人认为，在一国变成大国和一国的货币变成国际货币之间存在着“时滞”。比如，一般人认为，美元是在第二次世界大战结束之后才取代英镑成为国际货币的，而美国的国力在第一次世界大战之后就已

经超过了英国。艾肯格林指出，美元在20世纪20年代就已经是当之无愧的国际货币。在货币竞争的过程中，美元可谓后来居上。就在第一次世界大战前夕，尽管美国已是世界上最大的经济体，但在国际货币排序中，美元的排位不仅落后于法国法郎、德国马克、瑞士法郎和荷兰盾，甚至连意大利里拉、比利时法郎和奥地利先令都排在美元前面。到20世纪20年代，美元在国际贸易结算中的份额已经超过英镑，大量的资金从美国流向欧洲。到1924年，在各国的官方外汇储备中，美元所占的比例已经超过英镑。遗憾的是，随后爆发的1929—1933年大萧条导致美元国际化的进程突然中断，这一耽误就是20多年。艾肯格林据此预言，人民币国际化的速度或许会超过人们的预测。而且不仅是人民币，其他新兴市场国家的货币如印度的卢比和巴西的雷亚尔，最终也会登上国际舞台。未来的世界将是一个多种国际货币共存的世界。

大部分人认为，哪一种货币能够成为国际货币，是市场自发选择的结果。没有哪个国家依靠国家的政策扶植实现了货币国际化。德国和日本曾经想推动本国货币国际化，但最终都铩羽而归。艾肯格林谈道，美元之所以在短期内能迅速实现国际化，乃是因为背后有美联储的强力支持。美元在19世纪末的时候，之所以难以跻身国际货币之列，主要是因为其缺乏一个具有深度和广度、可靠而开放的金融市场。事实上，那个时候美国连中央银行都没有。美国的政治家们对建立央行一直心怀疑虑，担心会建立起一个难以约束的金融怪兽。由于没有一个强而有力的央行，美国在第一次世界大战之前共发生过14次金融危机，其中又以1907年的经济危机最严重。当时，金融体系摇摇欲坠，但政府却束手无策，最后靠金融巨头摩根将华尔街的头面人物关在自己的书房里，在逼迫他们承诺为金融机构提供支持后，才开门放人，这才使美国躲过一劫。

1907年之后，建立一个央行的想法开始酝酿，历经磨难之后，美联储在1913年正式成立。1913年之后，美元国际化的步伐明显提速。艾肯格林认为，美元在国际化过程中迈出的最重要的一步，是银行愿意在交易时接受以美元计价的商业承兑汇票。但如果只靠美国的商业银行，它

们还没有能力建立一个美元承兑汇票市场。市场的发育需要培育投资者。若不解决投资者的问题，美元承兑汇票业务就难以发展壮大。在这一问题的解决上，依赖的是时任纽约联邦储备银行主席本杰明·斯特朗的强力支持。因此，艾肯格林讲道，美元的国际化依靠的不是市场的“看不见的手”，而是“强有力的手”。在斯特朗的要求下，美联储要求联储系统各地区分行购买承兑汇票。储备银行购买承兑汇票可以稳定和降低贴现率，因此促进了市场的发育。到20世纪20年代，在美国的所有进出口贸易中，已经有一半以上是通过银行承兑汇票用美元结算的。

对这本书感兴趣的读者，恐怕大部分对人民币汇率的话题也感兴趣。尤其是很多人谈道，当年的《广场协议》，美国逼迫日元升值，最后使得日本经济一蹶不振。尽管这一观点非常流行，但遗憾的是，它是错误的。曾任美联储主席的保罗·沃尔克和曾任日本大藏省财务次官的行天丰雄都是国际货币谈判的亲历者。他们在《时运变迁》一书中回顾了《广场协议》。根据沃尔克的说法，当时让美国人很吃惊的是，日本自己提出的日元升值幅度，比美国人想要的更大。原因是，日本害怕如果日元升值的幅度达不到美国的要求，美国就会对日本进行贸易制裁。日本经济在20世纪90年代之后进入长时期的停滞和衰退，主要是因为其货币政策的失误，而不是因为汇率政策。

话说回来，回顾整个第二次世界大战之后国际货币体系的演变，美国始终起着主导作用。美国在国际货币问题谈判中，考虑最多的并非全球经济利益的最大化，而是美国的政治利益。在围绕着布雷顿森林体系的谈判中，美国的怀特计划战胜了英国的凯恩斯计划。决定最终谁是赢家的标准不是智力，更不是口才，而是背后的国力较量。在之后的一系列国际货币谈判中，美国的所作所为更是让世界各国目瞪口呆。比如，1971年8月15日，尼克松总统突然单方面宣布关闭“黄金窗口”，美元不再和黄金挂钩。当时美国的财政部长约翰·康纳利说过一句名言：“美元是我们的，但问题是你们的。”艾肯格林在《嚣张的特权》一书中，生动地描述了第二次世界大战以来国际货币舞台上发生的重要

事件。著名经济学家克鲁格曼曾经说："经济学家唯一的样本是历史。"我们只有了解了过去的历史，才会对未来有更深刻的洞察。2011年，在标准普尔破天荒地调低美国长期国债的信用评级之后，美国副总统拜登很快就到了中国。拜登告诉中国人，美国历史上从来没有违约过，中国尽管放心，持有的美元资产不会有问题。如果我们了解过去六七十年以来的历史，我们就会明白一个道理：你永远都不能相信一个不受监督、没有约束的国家说出的话。

很多中国人是在阅读《货币战争》这本书之后对国际金融感兴趣的，但是当他们就书中的内容求证于学者时，大部分学者都不认同书里谈的东西。究竟是什么地方出错了？有个关于经济学家的笑话是：一个经济学家在路灯下找自己的钥匙，一个路人过来帮忙，他问经济学家："你的钥匙到底掉在了哪里？"经济学家说："在地下室里。"路人问："那你为什么在路灯下找钥匙呢？"经济学家说："因为这里才有亮光。"经济学家还在教科书的路灯下找钥匙。《货币战争》往地下室里看了一眼，看到墙上有模模糊糊的影子，就用自己的想象力，构想出一个耸人听闻的惊悚故事。无论是经济学家，还是《货币战争》，都没有真正走到地下室里。欢迎翻开《嚣张的特权》，我们将跟着艾肯格林的导游，到国际金融的地下室里看个究竟。

在国际金融的地下室里，你可能找不到阴谋论的血衣，但是，你会发现一个巨大的秘密：货币即政治。从表面上看，货币无非是一种设计精巧的经济工具，但在历史的火炬照射下，你就会看到，货币问题的背后，是政治利益的博弈。国际金融给一个国家带来的，不仅仅是更自由、充裕的资金流动，更丰厚、众多的投资利润，它还会给一国经济缠上金色的锁链。《纽约时报》的专栏作家托马斯·弗里德曼在《"凌志汽车"和"橄榄树"的视角》中，把经济全球化称为"金色紧身衣"。他说："当你的国家承认今天全球化经济中的自由市场法则，并决定遵循它们时，它就穿上了我所谓的'金色紧身衣'。这种'金色紧身衣'是这个全球化时代的标志性外衣。'冷战'的衣着是毛套装、尼赫鲁夹克和苏联皮衣。全球化只有'金色紧身衣'。如果你的国家现在还

没有挑到一件合身的，那么不久就会有的。”金融全球化的信使捎来信，要求一国减少政府干预、开放金融市场、放松资本管制、汇率自由浮动，并许诺这将带给一国莫大的福祉。但是，如果你看得仔细，就会发现，在这封信的字里行间，横着竖着，写的都是“货币即政治”。

前言

德国获奖影片《伪钞风暴》（The Counterfeiters）的故事背景是20世纪40年代的欧洲。开场，由奥地利演员卡尔·马克维斯饰演的集中营幸存者索罗门·索洛维奇坐在海滩上，一身正装，双腿上面放着一个装满美元的手提箱。当时战争刚刚结束，他打算把这些来源不明的钱用在摩纳哥蒙特卡洛的赌场中。手提箱中装的是美元而不是法郎，这一点非常重要，因为这会让场景看起来更为真实。在第二次世界大战后的欧洲，作为世界上唯一屹立不倒的主要经济体的货币，美元是各国人民都乐于接受的。在1945年，美元是大屠杀幸存者唯一有可能带进赌场的货币。

时光如梭，转眼50多年已经过去。在2002年上映的惊悚片《幽灵之城》（City of Ghosts）中，片中主角、由马特·狄龙饰演的骗保公司雇员提着一个装满美元的手提箱，去解救被商业合伙人绑架的、由詹姆斯·凯恩饰演的同伴兼良师益友。在电影史上，从《伪钞风暴》至《幽灵之城》，半个多世纪已经过去，而故事的地点也已经从先前的欧洲转到了现在的亚洲，但手提箱中装的依然是美元，而非日元或人民币。对于任何有自尊心的绑架者来说，他们都期望获得美元赎金，这一点是显而易见的，也是不言而喻的。

如今，装满美元的手提箱已经成为悬疑小说和好莱坞剧本中的标准桥段，但这一艺术惯例所反映出的却是一个妇孺皆知的事实。在过去的半个多世纪里，美元一直是世界货币的通用语。当卡尔梅克共和国的一名参议员因敲诈俄罗斯某航空公司而被拘捕时，调查人员在他的手提箱中发现了30万美元的现金。当索马里海盗索取被扣船只的赎金时，他们要求所有赎金都必须以美元支付，并伞降至指定地点。正如《华尔街日

报》所指出的："在黑市，美元仍是统治者。"[注]

非法交易中的事实同样适用于合法商业领域。迄今为止，美元依然是用于国际交易报价和结算的最重要的货币，即便是不触及美国海岸的进出口也是如此。在韩国和泰国，超过80%的贸易是以美元计价的，尽管在它们的出口中，仅有20%出口美国。在澳大利亚，超过70%的出口是以美元结算的，尽管在它的出口中，只有6%出口美国。主要商品交易都是以美元报价的。石油以美元标价。在全世界所有的外汇交易中，美元交易占了85%的份额。在国际债务证券中，美元全球存量占了近乎一半。[注]在各国央行的外币储备中，美元占了60%以上的份额。

虽然这种情况多少让人感到诧异，但也是合情合理的。在第二次世界大战后，美国经济产出占世界大国经济产出总量的一半以上。[注]由于美国是世界上最大的进口国，也是贸易信贷的主要来源地，所以美元在进出口中占据主导地位。由于美国是外国资本的主要来源地，所以国际金融业务以美元进行交易。同样，这些考量也促使外国央行稳定其货币与美元之间的比率，所以它们必须持有一定数量的美元储备，以便在外汇市场出现问题时作为应急之需。

过去的那种合情合理现在却变得有些不太合理，中国和德国的出口均已超过美国。时下，美国在全球出口中所占的份额仅为13%。在外国直接投资中，美国所占的比重已经不足20%，而在1945—1980年，其所占的份额接近85%。[注]

这两个变化均反映了同一个事实：美国在经济上的支配地位较50年前已经下降了。这一事实反映了其他经济体的进步，先是欧洲，再是日本，然后是中国和印度等新兴市场国家。在人均收入方面，这些国家与美国之间的差距日渐缩小。经济学家将这种差距缩小称为追赶或趋同。这完全是一种自然现象，因为没有内在原因表明美国的收入和劳动生产率水平就应该高出世界其他国家数倍。这一追赶过程是20世纪末和21世纪初的伟大成就之一，因为世界大多数人口已经开始脱贫。但这也意味着美国在国际交易中占的份额更少。而正是这一事实，让享有特殊支配

地位的美元陷入了一种不安的紧张局势。

美元在国际市场上的支配地位让美国人获得了可观的收益。一个在新德里旅游的美国人可以用美元支付计程车费用，因此也就免去了必须在所住酒店兑换货币的不便。基于美元在世界范围内的广泛使用，美国银行和公司也可以获得类似的好处。一家向中国出口机床的德国公司若收到以美元支付的货款，则成本必然增加，因为它还需要把这些美元兑换成欧元，以支付工人工资和购买原材料的货款。但同样是出口机床，美国的出口商则不会遇到这样的问题。不同于其他国家的公司，美国生产商收到的是美元，而它支付给工人、供应商和股东的同样也是美元，因此不存在货币兑换成本。

同样，一家瑞士银行接受瑞士法郎存款，但发放的贷款却是美元，因为它的客户希望获得美元贷款。如此一来，它就得考虑汇率变动可能对其带来的风险。[注]虽说这种风险是可控的，但这需要支出额外的成本。为保护自己免受损失，该银行可以购买一份远期合约，在贷款到期时，按照发放贷款时约定的汇率，将应收的美元贷款兑换成瑞士法郎。但额外的交易需要额外的成本。而美国银行则不会面临这种风险，它吸收的是美元存款，发放的是美元贷款，所以无须通过这种方式来对冲外币头寸，因此也就不会有额外的支出。

对于美元的国际货币地位，一个更具争议的好处就是其他国家为获取美元而为美国提供的实际资源。美国铸币局“生产”一张百元美钞的成本只不过区区几美分，但其他国家为获得一张百元美钞，必须提供价值相当于100美元的实实在在的商品和服务（美国印制美元与外国人获得美元的成本差异就是所谓的“铸币税”，其源于中世纪的领主或封建主，他们铸造货币，并从铸造的货币中拿走一部分贵金属，据为己有）。在美国之外，大约有5000亿美元在流通。为此，外国人必须要为美国提供价值5000亿美元的实际商品和服务。[注]

更为重要的是，外国公司和银行所持有的并不仅仅是美国的货币，还有美国的票据和债券。这些票据和债券一方面可以为其在国际交易中

提供便利，一方面又可以让它们获得利息收入。外国央行持有近5万亿美元的美国财政部和美国准政府机构，如房利美和房地美的债券。不论是外国公司还是银行，它们所持的数额都在逐年增加。

由于外国银行和公司都很重视美元证券的便利性，所以它们愿意为此支付更高的成本。也就是说，对于所持的证券，它们并不要求有多高的利率。这一影响是非常大的：美国为其外债所需支付的利率要比其国外投资回报率低两三个百分点。[注]如此一来，美国即可保持如此差额的对外赤字。它可以年复一年地让进口多于出口，让消费多于生产，而对其他国家的债务却不会增加一丝一毫。或者，它也可以利用这一差额来投资国外公司，而原因就在于美元独一无二的世界货币地位。

对外国人来说，这是一个长久的伤痛。他们认为，在这个非对称的金融体系中，是他们在维持美国的生活水平，是他们在资助美国的跨国公司。在20世纪60年代一系列的总统招待会中，查尔斯·戴高乐使得该问题成为全球关注的焦点。而戴高乐执政期间的法国财政部长瓦勒里·季斯卡·德斯坦则将该金融体系称为美国的“超级特权”。

这些高调的言辞丝毫没有改变现存的体系。如同政治，在国际金融中，“在位”是一种优势。由于其他国家在交易中都大量使用美元，所以任何单一国家都不可能与这一货币断绝联系，即便是批评美国享有“超级特权”的法国也不例外。这一点在20世纪60年代是事实，在60年代之后的20世纪也是事实。

2008年，发生了80多年来最严重的金融危机，从美国开始并蔓延至其他国家，之后，批评美国享有“超级特权”的声音再次在世界范围内响起。在此次危机爆发之前，美国的经常项目赤字已经占到其国内生产总值（GDP）的近6%。要不要让美国保持如此高的赤字成为各国质问的重点。而新兴市场则抱怨由于经济扩张和央行所持美元储备的增加，它们不得不为美国对外赤字提供低成本融资，而不管它们愿意与否。由于低成本的国外融资，美国得以保持低利率，美国家庭即便入不敷出，也照样生活，发展中国家的家庭最终为美国的富裕家庭提供资助。在现行

体系下，面对不断扩张的国际交易总量，其他国家为获取所需美元而向美国提供大量的低成本融资，而这最终导致了危机的爆发。美国玩火，但在该体系的反常结构下，其他国家却不得不为它提供燃料。

如果说这还不够不公平，那么还有一个事实：在这次危机中，美国的国际金融地位进一步加强。在2007年，美元在外汇市场持续走弱，贬值约8%。[注]但由于美国的债务是以本国货币为单位进行结算的，所以对它们的美元价值并没有任何影响。相反，美国的国外投资，不管是债券投资还是工厂投资，都因为美元的走弱而升值。[注]若转换为美元，它们抵销掉的利息和股息会更多。

美元的贬值使得美国的对外头寸增加了近4500亿美元。[注]这在很大程度上抵销了美国外债的增长额度，要知道，美国有6600亿美元的经常项目赤字。此外，这基本上也可以确保美国对其他国家的债务稳定，尽管美国人的消费超出产出6%。然后，在2008年，即此次80多年来最严重的金融危机的剧痛期，美国政府能够以较低的利率借得数额庞大的款项，因为在外国人看来，在大动荡时期，美元是最安全的货币。再后来，在2010年春，即金融泡沫破裂时，投资者蜂拥进入流动性最好的市场，纷纷购买美国国债，使得美国政府借款的成本进一步降低。除此之外，美国家庭的抵押贷款利率也随之降低。这就是“超级特权”的全部意义所在。

现在，由于金融管理失当而导致的此次危机，以及世界各国对国际货币体系运营的日益不满，已经让美元独一无二的地位受到质疑。批评人士抱怨说，美国政府已不再是一个值得信赖的国际货币管理者。对于私营部门导致的这次“金融危机”，它视而不见。它背负着巨额预算赤字和异常庞大的债务。外国人对万能的美元已经失去信心。他们正一步步远离这个用于贸易报价和结算、用于商品计价、用于国际金融交易的货币单位。美元面临失去“超级特权”的危险，取而代之的将会是欧元、人民币或由国际货币基金组织发行的记账单位——特别提款权（SDR）。

虽然这只是一种说法，但这种说法并不缺乏权威性。2009年10月，萨拉·佩林在脸谱网（Facebook）网站发文章警告说，海湾国家有可能采取一篮子货币计价石油的会谈“将弱化美元的作用，并再次引发人们对美元作为国际储备货币的可行性的担忧”。注

连那些并非以金融专业知识见长的政客都开始关注这一问题，这说明背后还隐藏着更大的问题。一般来说，如果一种货币在世界范围内广泛使用，那么其发行者将会获得地缘政治优势和战略优势。由于该国金融地位强大，所以它的外交政策也会很强大。因为它无须为债务支付过高的利息，所以它会将资金用于国外运营，并发挥其战略影响。它并不依赖其他国家的资金。相反，它还影响那些依赖其货币的国家。19世纪时，英国号称“日不落帝国”，英镑主导着国际金融市场。第二次世界大战之后，英国货币失去统治地位，美国取代英国掌握了外交舞台的话语权。

如果所有这一切都是正确的，那我没有必要撰写本书，而你也没有必要阅读本书了。然而，在这一问题上，很多所谓的传统智慧实际上都是错误的。首先，这里面存在一种因果关系。一国经济和军事实力与其他国家使用该国货币之间可能存在某种联系，但决定一国货币国际地位的是该国的世界强国地位。一种货币之所以具有吸引力，原因就在于发行该货币的国家是一个大国、富国，且处于不断发展之中。它之所以具有吸引力，还在于它背后的这个国家是强大的、安全的。基于这两方面的原因，一国经济的健康状况对于该国货币能否取得并维持国际货币地位至关重要。

其实，一国货币是否在国际上通用，与该国的经济表现和前景之间，充其量只存在一个有限的关联。铸币税固然好，但在诸多决定美国世界地位的因素中，按重要性排序，它也仅仅列在第23位。也就是说，美国的经济表现以及其能否避免严重的政策失误（如此次导致全球金融危机的政策失误），将决定美元的命运。英国货币之所以失去国际货币的地位，原因在于英国失去了其强国地位，反之则不然。英国失去强国

地位，问题出在国内经济上。

其次，关于历史进程导致当前事态的传统智慧，即在争夺储备货币地位时，“在位”货币拥有压倒性优势的观点，同样也是错误的。有人宣称，英镑的国际货币地位一直持续到第二次世界大战后，远在美国超越英国成为世界主要经济体之后，这反映出来的是一种“在位”优势。实际上，早在20世纪20年代中期，即美国联邦储备系统成立仅10年后，美元就已经开始挑战英镑的国际货币地位了。当时，美联储采取了一些非常明确的行动，以提升美元的国际地位。这一事实还包含着另外一个寓意，那就是中国的人民币将会在某时以某种方式挑战美元的主导地位。事实表明，这种挑战或许很快就会到来。

最后，关于美元注定要失去国际货币地位的观点同样也是错误的。现在美元虽然存在这样或那样的问题，但其他货币也是如此。欧元并非一国货币。当欧元区遭遇经济和金融问题时，比如说2010年的危机，其并没有强力的执行部门去解决这些问题，而此时，各国政府更倾向于迎合国内的选民。唯一能采取紧急行动的欧元区机构就是欧洲中央银行（ECB）。若紧急行动便是印制钞票，使政府债务货币化，那么欧元将难以赢得其他国家的信任，也难以在国际上使用。而就人民币而言，它所面临的问题是政府干预过多。进入中国金融市场以及中国货币在国际上的使用都受到政府的严格管控。特别提款权则是一种“伪币”。实际上，它并不是一种货币。它并不用于贸易的报价和结算，也不用于私人金融交易。因此，在政府自身的交易中，它并不具有特别的吸引力。

尽管存在这样或那样的缺陷，但美国至今仍是世界上最大的经济体。它拥有其他所有国家难以望其项背的金融市场。它的人口特征也预示着较好的增长前景。

在关于美元已与其他货币展开生死决战的观点背后，实际上隐藏着一个重大谬论。这个谬论就是，世界上只会存在一种国际货币。从历史上来看，情况并非如此。除极为特殊的20世纪下半叶之外，其他时期都存在一种以上的国际货币。我们有理由相信，在未来的几年间，中国周

边国家将会在国际交易中使用人民币，而欧洲邻国则会使用欧元，与美国做生意的国家则会使用美元。要想让一国货币成为国际货币，该国必须要有高度发达的金融市场，而高度发达的金融市场不可能只为一个国家所有。在20世纪下半叶，世界上或许只有一个金融市场足够发达的国家，但这只是一个例外，而非国际金融体系的内在特征。

未来的世界将会是一个多种国际货币共存的世界。正是基于这一理念，欧元才得以问世。一个存在多种国际货币的世界也是中国所追求的。中国对“罢黜”美元并没有兴趣。相反，它还持有大规模的美元投资。对中国来说，保持美元投资与提升人民币的国际地位是完全一致的。而除人民币之外，其他新兴市场国家的货币，如印度的卢比和巴西的雷亚尔，最终也会登上国际舞台。

美国在经济和金融管理方面的严重失误将会导致其他国家远离美元。而从一系列事件来看，严重的管理失当还是有可能发生的。未来，美国或许会遭遇美元崩溃，但这完全是由美国人自己造成的，与中国人无关。

以上，是为前言。

---

1. Bellman, Chan, and Watcharasakwet （2009）.
2. 指发行人在本国之外销售的外币债务证券。
3. 美国、英国、法国、德国、意大利、奥地利、苏联和日本的GDP之和（哈里森，1998，第10页）。
4. 2008年的数字来自联合国贸易和发展会议（UNCTAD）发布的《2008年世界投资报告》，1945—1980年的估算数字来自琼斯（2005）。
5. 在该案例中，如果美元对瑞士法郎贬值，那么该银行的资产（贷款）相对于它的负债（存款）的价值就会降低，由此造成风险。
6. 当然，这5000亿美元是存量而不是流量；外国人只需获得一次。
7. Gourinchas and Rey （2007） and Habib （2010）.
8. 在次贷市场问题最严重的2007年8月，美元的确大幅走强，但从整个2007年来看，美元呈现走弱趋势。更多内容，见第五章。

9. 当它们的价值以美元计算时。

10. 换句说话，我们的对外投资的美元价值会增加这么多，而我们的对外债务的价值却没有发生相应变化。

11. http://www.facebook.com/notes.php?id=24718773587.

第一章
登场

1620年，威廉·布拉德福德和迈尔斯·斯坦迪什率领的英国异教徒先头登陆部队抵达今日马萨诸塞州的普罗温斯敦。他们带来了英国的货币，也带来了以英镑、先令和便士表示价值的习惯。这些殖民主义者并非富人，因需从旧世界购买相关物资，未过几年，他们所带的英国货币就已花费殆尽。在一个没有铸币厂或不允许设立铸币厂的殖民地，寻找一种货币代替品并非易事，而且英国还禁止出口硬币（英国王室负责管理其所拥有的所有贵金属，以用于烧钱的战争）。

商品货币是一个很明显的选择。众所周知，殖民主义者曾使用贝壳串珠作为货币。土著美国人看重用紫色和白色帘蛤壳与峨螺壳串成的项链或装饰性腰带，并愿意以毛皮、兽皮和其他商品来交换这些物品。注 基于其所拥有的工具，殖民主义者很容易生产贝壳项链和腰带。贝壳串珠最初只是用于与土著人之间的交易，后来殖民主义者之间的交易也开始使用贝壳串珠。1637年，贝壳串珠被确定为法定货币，正式成为可用于偿还债务的货币。在马萨诸塞湾殖民地，6个白色串珠或3个紫色串珠相当于1便士。

海螺壳和蛤壳的数量实在是太多了。所以，殖民主义者开始在物物交易中使用其他商品：北方有玉米、鳕鱼、海狸，南方有烟草和稻米。这些物品之所以会被用于交易，原因就在于它们是当地的主导产品。地方政府允许当地居民用玉米或烟草充抵税款。注 接下来，政府要做的就是宣布，这种不确定的商品必须为公共部门所接受，也必须为私人所接受。马萨诸塞宣布玉米为法定货币，康涅狄格宣布小麦为法定货币，而

弗吉尼亚则宣布烟草为法定货币。[注]

在将这些商品确定为法定货币后，一些糟糕的问题也随之产生了。在弗吉尼亚宣布烟草为法定货币后，烟草的产量大幅上升，而其中尤以低等级的烟草增长最快。由于越来越多的烟草追逐同一种商品，所以烟草的购买力出现下滑。农民抱怨烟草的价格太低。在弗吉尼亚农业区代表参加的众议院议员大会上，有人提议限制烟草的种植，但并未达成一致。1682年，不满农作物价格过低的农民开始用实际行动来发泄心中的怒火。他们冲入田地，破坏邻居种植的烟草。政府集合民兵组织，暴乱者则改变策略，在夜幕下行动。当局只得动用警察力量，几个月之后秩序才得以恢复。

作为交换媒介、价值储藏和支付手段，烟草等农产品还具有其他诸多劣势，最明显的就是体积过大，缺乏统一性，且容易损坏。所以，人们偏好硬币也就很容易理解了。由于英国当局不允许殖民地运营铸币厂，所以流通中的货币只得依赖进口。[注]虽然伦敦有禁令，但通过出口其他商品还是可以获得英国硬币的，当然这会遇到一些困难。此外，西印度群岛也是硬币的来源地之一。在那里，西班牙的墨西哥矿和秘鲁矿储量丰富，当地银币数量充裕。北美殖民主义者出售鱼干、鲸油、腌制牛肉和谷物，以获取硬币。在这些商品中，很多都是禁止出口到非英国殖民地和母国之外的，所以这类交易大多是以走私形式进行的。除通过商品出口获取硬币外，海盗行为也是获取硬币的方式之一。对17世纪的英国殖民主义者来说，海上劫掠是一个重要产业。[注]海盗的战利品大多都会在北部殖民地海岸挥霍掉，而这其中就包括西班牙硬币。

最常见的硬币被称为“比索”，其纯银含量为423.7格令。该硬币价值8个西班牙雷亚尔，故又称“八雷亚尔币”。[注]伦敦的外汇交易商称之为“元”或“西班牙元”。波希米亚的约阿希姆斯塔尔也生产一种与西班牙元同等尺寸和同等纯银含量的硬币，称为“约阿希姆斯塔尔币”（Joachimsthaler），也被英语化为“约阿希姆斯塔尔元”（Joachimsdollar）。此外，殖民地还有从葡萄牙进口的金币约翰内

斯（johannes），从法国进口的金路易（louis　d’or）以及从威尼斯进口的金币西昆（sequins）。但在美国独立战争前夕，西班牙银币在殖民地货币中占主导地位。

在殖民地，除了硬币之外，还有信用票据，即以公债形式发行的纸币。注这种纸币的发行是英国当局允许的，但英国议会后来又出台禁令，规定自1751年起禁止在殖民地发行纸币。这一禁令更加剧了殖民主义者在经济上的不满，成为美国独立战争的导火索之一。1766年，重要人士本杰明·富兰克林在英国议会做证时表示反对这一禁令。

美元诞生

在一定程度上，殖民地发起独立战争可以说是临时起意，这种临时起意在货币领域表现得最为明显。由于与委托人分道扬镳，参加大陆会议的代表并没有征税权力。于是，他们筹划发行“欠条”（IOUs），以支付战争的费用。而这种欠条即是所谓的大陆票据，简称“大陆币”。除大陆会议授权发行的票据之外，还有各殖民地单独发行的票据。而这产生的后果也是可预见的：票据交易混乱不堪、通货膨胀以及金银退出流通领域。

经过长期调整，这个新成立国家的领导人才最终制止了这种不规范行为。1785年，美国国会通过一项决议，宣布“美利坚合众国的货币单位为美元”，而且美元的划分必须遵循十进制原则。先前已了解到法国十进制优势的托马斯·杰斐逊坚持要求写入这一条款。1786年8月，国会再次通过一项决议，规定1美元的1%为1美分，1/10为1角。以格令计，金银比率为1∶15.253。

1786年9月，美国国会下令建立铸币厂。在最初运营的几个月里，铸币厂仅生产了少量的面值为0.5美分、1美分和2美分的铜币，而究其

原因，就在于当地人几乎没有铸币经验。此外，很多州也开始忙于铸币。1789年3月生效的《宪法》将铸币权授予国会，并由国会负责规范货币的价值，同时禁止各州铸造货币，禁止各州发行类似于货币的“欠条”。[注]

美元诞生过程的最后一步是1792年通过的《铸币法案》（Coinage Act），而亚历山大·汉密尔顿则是该法案的催生者。作为总统乔治·华盛顿首届内阁的三成员之一，汉密尔顿认为，将13个州联合在一起是非常有必要的。他将统一的货币视为一种有效的黏合剂。在1791年1月提交给国会的《建立铸币厂的报告》中，他提出了建立铸币厂和统一货币的详细建议，表示这不仅有利于各州内部的商业交往，而且也有利于各州之间的商贸往来。

汉密尔顿是复本位制的支持者。在复本位制下，金币用于大额贸易，而银币则用于小额交易。在准备报告时，他查阅了艾萨克·牛顿爵士在1717年时准备的数据。当时，牛顿担任英国铸币厂的督办，而他就是用两种金属确定英镑价值的。1792年通过的《铸币法案》正建立在汉密尔顿的报告基础之上，其对美元的定义同样使用了金、银两种金属。美元采用十进制，更小的面额为2角5分、1角和1美分。

为确定美元中的纯银含量，汉密尔顿让财政部对西班牙元的样品进行称重，最终发现硬币中的纯银含量为371.25格令，而非官方所称的377格令。殊不知，在美国流通的这些西班牙元多多少少都存在磨损和擦伤的情况。务实的美国人最终将371.25格令作为美元纯银含量的标准。同样是受牛顿1717年报告的启发，金银比率被确定为1∶15。[注]

由于新铸造的美元同早已流通的西班牙元颇为相似，所以市场很快就接受了这一硬币。事实上，由于铸币工作进展缓慢，西班牙元——尤其是那些在墨西哥铸造的西班牙元——仍在市场上流通。鉴于其广泛使用，美国国会于1793年将一些最重要的硬币确定为法定货币。其中，很多硬币一直流通到19世纪中期。就流通领域广泛使用的西班牙硬币来说，其所留下的遗产之一就是美元符号。美元符号“$”源于比索

（peso），其中的两道平行竖线为字母“P”的竖线部分，而“$”则表示复数。货币单位为比索的国家（如阿根廷）之所以也会用“$”这一符号，原因就在这里。

在加拿大流通

19世纪的美元史可谓“缤纷多彩”，但这种“缤纷多彩”基本上也只是局限在美国国内。除美国之外，美元只有一个流通地，那就是加拿大。同南方的殖民地一样，英国殖民地上加拿大和下加拿大也没有自己的货币。英国、法国和西班牙的硬币都在当地流通。19世纪30年代，一位对货币制度颇为不满的作家这样写道：“就数量而言，15世纪的硬币多于19世纪的硬币。整个世界上所有过时的废弃垃圾都集中在了这里，且依然存在。这块殖民地实际上就是汇聚其他国家所有‘该死’硬币的博塔尼湾；这些货币早就应该消失，但却被‘放逐’到加拿大，成了人们手中的宝。”[注]这些硬币都拥有法定货币地位，而其价值则取决于它们的金银含量。随着与新独立的美国之间的贸易不断扩大，美元的使用也越来越多。虽然上加拿大和下加拿大的商人在记账时仍使用英镑、先令和便士，但在交易中，他们却越来越多地使用美元和美分。

19世纪50年代，随着美国硬币的广泛使用，要求给予美元法定货币地位的呼声越来越高。在1851—1854年出任加拿大总理的前银行家、铁路投机商弗朗西斯·辛克斯支持这一运动。1853年通过的一项法案规定，除英镑、先令和便士之外，加拿大货币单位还包括美元和美分。虽然转向十进制是一件很容易的事情，但有人担心，在某种程度上，这将会导致美国吞并加拿大。1857年，在这些颇为夸张的担忧中，加拿大议会通过一项法案，规定加拿大各省政府的账户必须用美元表示。直到1858年，英国皇家铸币厂才首次铸造面额为5分、10分和20分的加拿大

银币。

1867年，加拿大联邦成立并发行自治货币。但即便在此之后，美国的1角、2角5分和5角硬币仍在市场流通。这些美国硬币的贵金属含量一般比面值少2.5%。对商人和个人来说，他们可能会按面值接受这些硬币，但银行却只愿意按一定折扣接受。

缺少一致性是一个大问题。1868年，加拿大自治政府决定向纽约出口其所持有的美国银币，以解决这一问题。但这只是行动的第一步，1870年，加拿大自治政府同意为银行提供佣金，以让其代购市场上仍在流通的美国硬币，并支付其将硬币出口到纽约的成本。[注]此次发挥作用的仍是辛克斯。在出任英帝国巴巴多斯和英属圭亚那总督后，他又于1869年出任加拿大财政部长。随后，加拿大自治政府发行面值分别为25分和50分的足额银币，以替代当时已退出流通领域的美国硬币。由此一来，美元在美国疆界以北充当的国际角色最终以一种耻辱的方式宣告结束。

作为结算货币的英镑

美国货币在国外鲜有流通，尤其是在被驱逐出加拿大之后。此外，在美国自身的进出口贸易中，美元也基本上不扮演任何角色。当美国商人需要获得授信以购买进口产品或需要授信给美国商品的外国买家时，他只能去伦敦，偶尔也会去巴黎或柏林，但却不会去纽约。如此一来，用于款项结算的货币就是英镑、法郎或马克，而不是美元。

伦敦主导这一业务并不难理解。英国是世界上第一个实现工业化的经济体，同时也是世界上领先的贸易国。随着经济的增长和发展，金融市场也随之发育起来。在19世纪中叶，英国已经拥有高度发达的银行系统。1694年，英国设立英格兰银行（Bank of England），用以筹集与法

国作战的经费，并逐渐承担起现代中央银行的职能。由于实行金本位制，所以它拥有稳定货币。

早前的情况并非一直如此。从传统来看，英国皇家铸币厂是由铸币者公司（Company of Moneyers）运营的。而所谓的铸币者公司实际上就是中世纪的造币者协会，其成员以道德败坏而闻名，假公济私、贪腐和酗酒是他们的标签。到17世纪末，铸币厂的行规已经败坏到了极点，以至于英国政府不得不祭出奇招，任命本国最著名的科学家、勤奋高效且不欺暗室的艾萨克·牛顿为铸币厂督办。当时正遇上财务困难的牛顿欣然接受任命，因为这一职位是有薪水的。他着手解决铸币厂的人事问题。他对货币进行了细致入微的研究。在他的推动下，英国于1717年实行金本位制。

到19世纪，伦敦已经成为世界上最重要的金融中心。由于英帝国的成员都要在这里偿还它们的债务，所以伦敦的清算机制是非常高效的，而且也可以为其他国家所用。英国是世界领先的境外投资国。当英国一家银行为国外借款人提供贷款时，其所发放的贷款显然是以本国货币英镑计的。由于众多贷款都以英国货币为单位，所以在伦敦借款时，外国政府都会保留那里的账户，以便于日后偿还债务。这些账户就是后来我们所熟知的“储备”。

由于英国是工业原材料和食品的主要进口国，所以最重要的商品交易所都位于英国，如曼彻斯特棉花交易所、利物浦玉米市场，当然还有伦敦黄金市场。此外，英国还是一流的贸易服务提供商，如航运和保险等。基于此，对于那些从事国际贸易的人来说，伦敦是获取信贷的最佳地点。而出于便利考虑，英国银行提供的信贷也是以英国货币为单位的。由此一来，世界上超过60%的贸易都以英镑作为报价和结算货币。注

美国商人的劣势

当一名商人运送一批商品时，他需要现金。他可以拿着表明所运送商品及将来所收货款的票据去银行。如果他的信用和买家的信用等级都为良好，那么他便可以立即拿到现金，而不用等到他的商品被运至国外市场，也不用等到买家的货款到账。这些不确定的票据被称为“商业承兑汇票”。若银行以低于其面值的价格购买这些票据，就是所谓的“贴现”。

对美国的进口商和出口商来说，依赖于伦敦的贸易信贷使得交易过程变得异常烦琐。若纽约一家咖啡烘焙公司从巴西进口咖啡豆，让我们来看看它都需要做些什么。(注)首先，这家进口商必须去银行取得标明交易条款的信用证，运送商品，并支付航运保险。在发放信用证时，银行承诺在收到交易完成的确认信息后支付资金。然后，该银行将信用证的第一副本发至担保汇票付款的伦敦银行。进口商拿到的是信用证的原件和第二副本。

接下来，进口商需要将信用证的原件发至巴西的交易商，授权他去伦敦银行提取所运送咖啡的货款。交易商装运咖啡，并将伦敦银行的汇票及所附文件交给巴西银行。如果巴西银行愿意购买（或“贴现”）这一汇票，则表明将会有信誉良好的银行“接受”该汇票，且其在汇票到期时会支付规定数额的现金。

在“贴现”购买该汇票后，巴西银行会将一套文件副本发至纽约银行，并将另一套文件副本连同汇票发至其在伦敦的代理行。该代理行会持有该承兑汇票，直至其到期。届时，代理行会把该承兑汇票交给承兑银行，并获得款项，或者，它也可以把该汇票卖给第三方。实际上，对承兑汇票感兴趣的并不只有银行，寻求相对安全的短期投资的商业企业和个人也会购买此类汇票。在支付汇票款项时，伦敦的承兑银行会依照纽约寄来的信用证进行核实。如果一切正常，它就会将票据连同汇票一

起发至纽约银行。

至此，为从纽约银行获得由伦敦银行寄来的提货单（其作为汇票文件的一部分），美国进口商将签署一个信托收据，承诺由银行代管这批商品，并按申请承兑汇票时的约定向银行支付一定数额的销售收入。考虑到进口商销售商品的时间，承兑汇票到期期限一般为90天。在汇票到期前，进口商将资金交至纽约银行，而纽约银行则转寄给伦敦银行。在汇票到期时，伦敦银行向汇票持有者支付款项。至此，交易结束。

对于这样一个似乎看不到尽头的程序清单，人们的第一反应就是，如果省去了多次中转伦敦的手续，那么交易的完成就会容易很多。美国商人抱怨说，他们不仅要向纽约银行支付获得信用证的费用，而且还要向伦敦的银行支付托收手续费。由于伦敦的银行更倾向于发放英镑贷款，所以美国商人还会面临英镑对美元汇率变化的风险。这是他们在经营过程中所要支付的额外成本。(注)

对美国企业来说，这些做法所带来的弊端还不止这些。由于航运和保险等金融与商业服务都是捆绑在一起的，所以美国的同行很难参与竞争。发达的贸易信贷体系也使得伦敦成为其他金融服务的聚集地，比如承销债券发行等。

缺席国际货币市场

英国是欧洲西北海岸一个海风吹拂的小岛国，而相比之下，美国则是一个大陆经济体。到1870年，美国的商品和服务生产超过了英国。到1912年，美国的商品出口超过了英国。

但即便如此，美国仍依赖于伦敦的贸易金融，而且美元在国际上也没有任何地位。这种现象是很反常的。而之所以会出现这种现象，原因

之一就在于美国规定境内银行不得在境外设立分支机构。在对外国商人授信之前，银行需要掌握他们的活动信息。基于庞大的分支网络，英国银行完全有能力收集到这些信息。法国、德国和荷兰的银行也都有类似的境外分支网络。但美国的国民银行则不然，按照规定，它们不得在国外设立分支机构，甚至不能在州外设立分支机构，有的州还禁止银行设立分支机构。注

也有例外，这就是为从事国外银行业务而专门成立的国际银行公司（IBC）。为防止它利用这一优势控制国内市场，它被禁止在美国境内从事银行业务。国际银行公司由雷明顿武器公司（Remington Arms Company）的所有者马库斯·哈特利于1901年创立，旨在推进美国和亚洲之间的贸易，并为之提供金融服务。美西战争让哈特利看到了亚洲的重要性，他和他的合伙人仿效早已在远东地区运营的英国银行，不仅按其模式进行结构调整，而且还从那里挖来了很多专业人才。注到1910年，国际银行公司已经开设了16个分支机构，其中大多数位于亚洲。注

此外，有的州也允许信托公司（类似于银行的公司，管理信托基金和地产相关事务）在国外设立分支机构。基于国外分支，信托公司投资国外债券就容易多了。但拥有国外分支机构的信托公司屈指可数，仅有如下几家：农民贷款信托公司（Farmers’ Loan and Trust Company）、美国信托公司（Trust Company of America）、担保信托公司（Guaranty Trust Company）、帝国信托公司（Empire Trust Company）和公平信托公司（Equitable Trust Company）。其中，农民贷款信托公司拥有两个分支机构，而其他4家各拥有一个分支机构。这就是美国金融机构的全部海外分支。注

在1913年的《联邦储备法案》通过之前，国民银行甚至被禁止从事贸易信贷业务。注 1863年的《国民银行法案》及相关立法均未包含授权国民银行从事这类业务的规定。由于担心银行“侵入”新业务领域，法院裁定，若未经过国会授权，国民银行不得从事商业活动。注

在重点关注这些法定限制条款之前，我们有必要了解这样一个事实：伦敦最有名的承兑银行都是私人银行。美国也有私人银行，它们无须获得州或联邦政府的许可证，因而也就不会受到限制条款的束缚。J.P.摩根银行、布朗兄弟公司以及拉扎德银行等都是私人银行。原则上，在从事承兑汇票业务方面，这些银行是不受任何束缚的。很多私人银行都在国外设有提供市场情报的姊妹公司和办事处。J.P.摩根银行有摩根–格伦费尔公司（Morgan, Grenfell and Company），而拉扎德银行在伦敦和巴黎则设有办事处。

即便是私人银行，其对美国对外贸易的融资贡献也是非常有限的。显然，还有其他障碍阻止美国银行（这其中也包括不受各类条款限制的私人银行）进入这一市场。

这个“其他障碍”就是成本劣势。伦敦的银行拥有一个高度发展的投资者市场。在那里，银行持有的商业承兑汇票可以转售给投资者，这不仅可以减少自身风险，而且可以降低利率。由于市场中的投资者数量庞大且异常活跃，所以以固定价格买入和卖出这些投资工具是完全有可能的。用金融学的话讲，伦敦市场是一个流动性非常好的市场。对于所取得的贴现票据，其价格基本上是可以确定的。受此激励，更多的投资者涌入伦敦，进一步提高了市场的流动性。因此，对于巴西咖啡交易商来说，他自然会选择伦敦某家著名商号的汇票，而不是找一家美国银行，因为只有这样，才有可能以固定价格进行大宗交易。

适用于个人的同样适用于政府和央行。充裕的市场流动性使得伦敦成为各国政府和央行持有储备的首选地。在伦敦，市场上用以代替黄金的票据越多，其流动性就越充裕，而另一优势就是这些票据无须支付利息。这就是“在位”国际货币的优势，即所谓的“先动优势”，可以确保货币发行国在已进入衰退时仍保持货币的国际地位。

法国和德国能够进入国际货币市场的事实则表明，英国的“先动优势”并不是不可超越的。阻止美国进入国际货币市场的肯定还有其他因素，其中之一就是金融市场的极不稳定性。据一项统计，在第一次世界

大战之前，美国共发生过14次金融危机，而其中又以1907年的经济危机最严重。对很多借款人来说，由于利率过高，信贷已遥不可及。有鉴于此，人们在为其贸易融资时不会考虑这一市场。

还有一个事实就是，由于金、银两种金属的市场价格处于持续变动之中，所以美国要确保金币和银币在市场上流通是可能的。但即便是在1879年正式实施金本位制后，美国也并非一诺千金，这一点在19世纪90年代表现得尤为明显，当时通货膨胀论者的自由铸造银币运动就得到了威廉·詹宁斯·布赖恩的支持。考虑到美国可能会铸造更多的银币，而且相较于其他与黄金挂钩的更坚挺的货币，美元有可能贬值的风险，所以巴西咖啡交易商显然不愿意在合同中约定将来支付给他的是美元。

毫无地位的美元

还有一个事实，那就是那时美国并没有用以稳定市场的中央银行。当伦敦的银行需要现金时，它们可以向英格兰银行转售它们先前所购买的部分证券（按照惯例，在转售过程中，这些银行还需要向英格兰银行“再贴现”）。到19世纪末，英格兰银行已成为伦敦市场上最大的票据购买者，而且有时在所有交易中都会占大多数份额。(注)

美国则没有类似的安排，其央行原型是1791年在费城建立的美国银行（Bank of the United States）。美国银行是亚历山大·汉密尔顿的另一个发明。对英格兰银行给英国带来的好处，汉密尔顿做过深入研究。尽管遭到了托马斯·杰斐逊和詹姆斯·麦迪逊的竭力反对——他们担心这会导致精英控制美国的金融，但美国银行最终还是设立了。在美国这个当时新成立的国家，它是最大的金融机构，也是唯一允许跨州运营的银行。美国财政部的账户就设在该银行。对于未按规定向其支付一定数量黄金或白银的银行，美国银行拒绝接收它们的票据，以此来维持货币存

量和贵金属供应之间的关系。通过为收取过高利率的地方银行提供支票，美国银行获得了地方垄断权。

在1810年美国银行更换许可证时，不出所料，其他金融机构纷纷表示不满。它们抱怨美国银行在拒收非铸币支付的银行票据方面缺乏警惕，容易受政治人物或其股东中银行投资者的影响。杰斐逊民主党人依据宪法，坚持认为国会无权为银行发放许可证。重新为美国银行发放许可证的提案未获通过。

如此一来，州立银行在发行票据方面就获得了自由。之后几年，由于州立银行大肆发行纸币，出现贷款繁荣，先是导致通货膨胀，后又不可避免地出现崩溃。1816年，这一不愉快的经历致使国会推翻先前的决定，成立第二美国银行（Second Bank of the United States），总部仍设在费城，许可证期限仍为20年。

第二美国银行成立之初的几任行长，如威廉·琼斯和朗顿·查维斯都不是很出名，而在此期间，该行的政策也未引起过多关注。这种情况直到1823年尼古拉斯·比德尔接替查维斯出任行长之后才有所改变。比德尔聪明过人，15岁即从普林斯顿大学毕业，并作为毕业生代表做告别演说。他是一个充满自信的人，对联邦制度也极为推崇，这一点可以追溯到普林斯顿大学时期。在他看来，一个强大的政府需要有一个强大的中央银行。

在担任宾夕法尼亚州参议员期间，年轻的比德尔曾谋求为第一美国银行换发许可证，但未获成功。现在，作为第二美国银行的行长，他拓展了银行的运营范围，增加了银行的贷款和投资，扩大了银行的分支网络，并再次以该行制约其他银行。他毫不掩饰自己对其他银行家的蔑视，在他看来，大多数银行家都不符合他的崇高标准。

这一方式根本无法处理好与国内其他金融机构之间的关系。这些机构的所有者纷纷向他们的代表抱怨。比德尔试图通过竞选献金和贿赂收买国会议员以获得支持，但未获成功。

1832年，即第二美国银行许可证到期4年前，在比德尔的鼓励下，辉格党总统参选人亨利·克莱向参议院提交了一项关于为第二美国银行换发许可证的议案。当克莱的议案在国会通过时，时任总统的安德鲁·杰克逊立即行使了否决权。作为一个田纳西州人，杰克逊始终坚持日益过时的杰斐逊的农业共和国理想。在他看来，美国第二银行会促成一个由银行家和工业家组成的精英圈子，会让美国东北部地区超越南部和西部地区。因此，在1832年连任竞选时，持反对立场的杰克逊非常乐意让第二美国银行成为一个中心议题。

基于1811—1815年的教训，比德尔坚定地认为这一议题将会对克莱有利。但健忘的选民并未迷恋第二美国银行的硬通货政策，用选票证明了比德尔的错误。此外，纽约金融界也持反对立场，他们不愿意看到费城成为美国的金融权力中心。在连任竞选成功之后，杰克逊立即明确表示，要想为第二美国银行换发许可证，除非从他的尸体上踏过。

1836年联邦许可证期满，第二美国银行申请州许可证，成为宾夕法尼亚州美国银行（United States Bank of Pennsylvania）。比德尔试图将他的州立银行打造成一个平台，以此在宾夕法尼亚州建立汇票市场。但由于缺少类似于英格兰银行的支持力量，即便是一个资金雄厚的州立银行，也不具备建立汇票市场的资源。比德尔又寄希望于英格兰银行，希望通过信用贷款来支持银行运营，但毫无意外地遭到了拒绝。而1836—1837年发生的金融危机，则让他的计划彻底破产。[注]

直到过了大约3/4个世纪之后，美国才再次拥有一家中央银行。而这造成的后果之一就是，在国际货币体系中，美元毫无地位可言。对于中央银行和政府来说，“像黄金一样好”的是英国货币，而不是美元。在第一次世界大战前夕，尽管当时的美国早已是世界上最大的经济体，但在国际货币排序中，不仅法国法郎、德国马克、瑞士法郎和荷兰盾位列美元之前，连意大利里拉、比利时法郎和奥地利先令也都排在美元前面。[注]在各中央银行和政府的外汇储备中，英镑占了大约50%，法郎占了30%，德国马克占了15%。此外，还有少量的荷兰盾和瑞典克朗也被

作为外汇储备持有，但唯独没有美元。

美联储登台

在1907年的金融危机之后，对美国金融业不稳定的担心使得人们开始考虑建立贸易信贷市场。据专家的解释，之所以会出现1907年的大恐慌，原因就在于纽约的金融交易与股市投机无异，与伦敦市场进出口业务支持的那种健全投资是完全相反的。还有一个事实就是，由于缺乏中央银行，主要金融机构不得不依赖于华尔街的主导人物——无比自信的超级富豪约翰·皮尔庞特·摩根——出手相救。但这只是一种不确定的态势，谁也不知道在下一次遭遇危机时会不会还有摩根或摩根式的人物相救。

基于此，关于建立一个管理货币的常设机构的问题也就被提上了日程。为寻求解决方案，美国于1908年设立国家货币委员会（National Monetary Commission）。该委员会包括18名国会议员，委员会主席是来自罗得岛州的资深参议员、一贯咄咄逼人的纳尔逊·奥尔德里奇。奥尔德里奇来自一个古老的新英格兰家族，他的祖辈包括约翰·温斯罗普和罗杰·威廉斯等，但到了他父母一辈，家境已经谈不上富裕；而他的财富源于联姻而非继承。在政治上，他从普罗维登斯市议会议员做起，一路平步青云。在经济上，他利用妻子的钱投资普罗维登斯市内有轨电车轨道系统，获利丰厚（显然，政治和经济上的努力并非毫无关联）。从市议会议员开始，奥尔德里奇后又担任罗得岛州众议员、美国众议员，并于1881年出任美国参议员。

到1910年，奥尔德里奇已经在参议员的位子上坐了近30年。在担任美国参议院金融委员会（Finance Committee）主席期间，他习惯独断专行，很少听得进参议院同僚的意见。作为一位保守的共和党人，奥尔德

里奇早年重点关注的是美国制造业的关税保护问题。但在1907年的金融危机之后，他转变方向，认为美国有必要建立一个更加强有力的货币框架体系。这一点与设立美国银行的背景颇为相似，当年促使汉密尔顿提议的正是美国成立之初发生的货币动荡事件。

问题是设立什么样的货币框架。作为调查委员会的负责人，奥尔德里奇聘请顾问，请教专家，并率领代表团去欧洲考察学习。通过欧洲之行，他认为美国有必要设立一个由中央银行支持的欧洲式的货币市场。这就是“奥尔德里奇计划”。该计划建议设立一个以中央银行为中心的国家储备协会（National Reserve Association），中央银行有权影响金融状况，并为陷入困境的银行提供贷款。

执笔“奥尔德里奇技术规章”的是生于德国的金融家保罗·沃伯格，其在之后美元上升为国际货币的过程中发挥了重要作用。沃伯格的职业生涯始于汉堡的进口商西蒙·哈尔公司（Simon Hauer），后又前往伦敦和巴黎，从事银行业工作。在积累了丰富的从业经验之后，他加入家族银行企业M. M.沃伯格公司（M. M. Warburg and Company）。

沃伯格对国际金融机制非常熟悉。此外，他与美国银行业的高层也保持着联系。在1892年环游世界结束时，他遇到了漂亮、聪慧的尼娜·罗布，而后者刚好是纽约知名银行库恩–罗布公司（Kuhn, Loeb and Co）合伙创始人的女儿。事情就是这么巧。两人之后于1895年喜结连理。在汉堡生活7年之后，这对夫妇又迁往纽约定居，而沃伯格则在其岳父的公司中任职。在率团前往欧洲之前，奥尔德里奇曾到库恩–罗布公司进行考察，并在此次考察中遇到了沃伯格。在奥尔德里奇看来，沃伯格对欧洲的金融似乎非常了解。此时的沃伯格也主张设立美国中央银行，以支持美国贸易承兑汇票市场的发展。同样，魁梧的奥尔德里奇也给沃伯格留下了深刻的印象。在沃伯格眼中，他就是货币改革的化身。此后，沃伯格开始以书面形式向奥尔德里奇阐述自己的理念。这一过程也可以说是无巧不成书。[注]

性格腼腆的沃伯格并不是一个爱出风头的人，他更愿意生活在公众

视线之外。他操着一口浓重的德国口音，天生就不是一个演讲家。但1907年的金融危机让他成了一个身担重任之人。当年年底，他在《纽约时报》撰文称，美国需要一个欧洲式的中央银行来稳定其金融市场。有人写信指责他的“反美观点”，但沃伯格并未因此却步。1908年，他就金融危机开始发表演讲。不久，他又到国会做证，并担任货币改革院外集团——稳健银行业推广国家公民联盟（National Citizens’League for the Promotion of Sound Banking）的负责人。

1910年11月，沃伯格，奥尔德里奇，美国财政部部长助理、曾担任奥尔德里奇货币委员会特别助理的哈佛大学前助理教授艾布拉姆·皮亚特·安德鲁，以及三位华尔街巨头——银行家信托公司（Bankers Trust Company）总裁本杰明·斯特朗，前金融记者、前财政部部长助理、美国最大银行国民城市银行（National City Bank）新任总裁弗兰克·范德利普和J.P.摩根银行高级合伙人、内部问题解决专家亨利·戴维森，偷偷溜到佐治亚海岸的杰基尔岛，共同起草中央银行的文件。㊟至于安德鲁的参与，甚至连他的老板、美国财政部长富兰克林·麦克维也不知情。这从另一方面也表明这是一次大胆的冒险活动。之所以选择杰基尔岛，是因为J.P.摩根会定期前往该地狩猎、度假。由于担心被人跟踪，这6名“共谋者”装扮成野鸭猎人，乘私营有轨车抵达该岛。为避免被当地门童认出身份，范德利普和戴维森还采取了进一步措施，分别化名为奥威尔和威尔伯。

新年过后，在杰基尔岛起草的文件正式公布，这就是“奥尔德里奇计划”。人们担心此举会加大政府的控制力度，为消除这种被夸大的担忧，该计划建议设立一个比现存欧洲中央银行更为分权的央行体系，其核心内容是在美国建立一个拥有15个地区分支的国家储备协会，而每一个分支机构都有权贴现贸易承兑汇票。为确保计划起草人所谓的“适当的民主控制”，该计划建议，所有董事都必须由与各分支机构相关联的商业银行选举产生。

显然，这并不足以打消大众和国会对金融集权的担心。基于一种根

深蒂固的观念，人们普遍认为，金融集权将会让小企业和农场主遭受大型金融机构的剥削，就像早前的安德鲁·杰克逊时代一样。而将该计划冠以奥尔德里奇的名字也产生了不良后果，激起了人们对设立华尔街金融托拉斯初衷的怀疑。奥尔德里奇的女儿艾比嫁给了美国首富、石油大王约翰·戴维森·洛克菲勒唯一的儿子小约翰·戴维森·洛克菲勒，致使人们普遍将奥尔德里奇视为洛克菲勒的代言人。新泽西州州长、总统竞选的有力竞争者伍德罗·威尔逊表示，“虽然我还没有看过‘奥尔德里奇计划’，但毋庸讳言，我非常讨厌与该参议员名字有关的任何东西”。

杰基尔岛“旅行团”成员之一弗兰克·范德利普也开始布局，希望其带领的国民城市银行（现在花旗集团的前身）能够抓住货币改革的有利时机。范德利普设立国民城市公司（一家控股公司的附属公司），用以收购州立银行和信托公司，并参与国民银行被禁止参与的活动。一个超大型银行的诞生不仅刺激着地方银行家的神经，而且也刺激着长期以来对大型金融机构持怀疑态度的农场主和生意人的神经。明尼苏达州国会众议员、金融机构的主要批评者、众议院银行和货币委员会（House Committee on Banking and Currency）成员、其子为杰出飞行员的老查尔斯·奥古斯都·林德伯格，引入了一项旨在调查金融托拉斯的决议。“华尔街导致了1907年的恐慌，”林德伯格掷地有声地说道，“让人进行货币改革……如果奥尔德里奇的中央银行计划得以通过，那么必将会造成另一次恐慌。我们需要改革，但我们不需要华尔街主导改革。”[注]林德伯格在明尼苏达州的一个偏远地区长大，在那个时代，民粹主义者与强取豪夺的银行和铁路展开了最激烈的斗争。平心而论，林德伯格对金融托拉斯是极有兴趣的。据报道，他不仅逐字逐句阅读了由奥尔德里奇执掌的国家货币委员会所发布的十几页的研究报告，而且还专门抽出时间，亲自撰写了一份长达318页的货币改革研究报告。[注]

大约用了两年时间，一个类似于奥尔德里奇计划的议案才得以在国会通过。为平息各种批评声音并达到目的，由伍德罗·威尔逊总统签署的这一法案提供了一个由地方任命董事会成员的地区储备银行系统。这

不仅有别于奥尔德里奇的计划，而且该系统还受到联邦储备委员会（Federal Reserve Board）的监管。联邦储备委员会有7名成员，全部由总统任命，而非由银行家选举产生。

林德伯格对此不以为然。“这一法案建立了世界上最庞大的信托机构。”他怒斥道，“在总统签署这一法案后，由货币强权操纵的无形政府也就变得合法化了。人们或许并不会立即认识到这一点，但用不了几年，最后审判日就会到来。”这一天最终在1929年到来了，虽然它所发生的形式与林德伯格想象的形式并不完全一致。

美国银行进军国外市场

对于新成立的中央银行来说，它的使命就是提供一种“弹性货币”，就是对信贷供应进行监管，一方面避免出现利率暴涨的现象，另一方面防止市场危机的发生，如1907年的金融危机。在它所采取的措施中，其中之一就是贸易承兑汇票。国家货币委员会的研究表明，英格兰银行就是采取这一方法保持了利率的稳定。

当然，购买以美元为货币结算单位的贸易承兑汇票，其前提条件是有可供购买的以美元计价的贸易承兑汇票。而要想满足这一前提条件，美国银行就必须走出去，而不能仅仅将业务局限于国内。基于此，《联邦储备法案》授权国民银行在国外开设分支机构，允许它们购买贸易承兑汇票，但前提是开设国外分支的国民银行的资本必须在100万美元以上[注]，且购买贸易承兑汇票的资金不超过其自有资金的50%。

考虑到伦敦所拥有的成本优势和声誉优势，这一市场怎样才能发展壮大起来呢？现在的区别不仅仅在于《联邦储备法案》，而且还有第一次世界大战。在第一次世界大战期间，基于本国出口贸易的急剧扩张，美国成为世界工厂和世界粮仓。美国跨国公司纷纷在拉丁美洲和亚洲设

立运营机构。美国从债务国转变为债权国。

此外，第一次世界大战也扰乱了欧洲的贸易信贷市场。由于各国政府忙于战争动员，贸易金融资本日益匮乏。为满足客户的进口需要，德国和英国的银行转而接受纽约的背书票据。这些进口地并不只包括北美，还包括拉丁美洲和亚洲。而对于纽约的银行来说，它们所熟悉的货币自然是美元，所以德国和英国的银行所收到的信贷都是以美元为货币单位的。

这并不是唯一的原因。自1915年起，相对于标准量度的黄金，英镑的价值一直处于剧烈波动状态。以一种未来价值并不确定的货币作为合同中的约定货币自然是不受欢迎的。如果此时还存在另外一个替代品，那么它会更受欢迎，而依然与黄金紧紧挂钩的美元就是这样一个替代品。美国的贸易商、巴西的咖啡出口商乃至整个拉丁美洲和亚洲的进出口商，都认为美元是一种更具有吸引力的货币单位。

现在已经可以自由交易承兑汇票的美国银行蜂拥而至，纷纷开展这一业务。一心扩张的国民城市银行设立了对外贸易部，为出口商提供有关国外对美国产品需求和客户信誉的信息，并将其打包作为金融服务的一部分。很快，美国国民城市银行每年的商业承兑汇票业务规模就达到了约2000万美元。[注]

1916年1月，在美国的支持下，英国政府宣布英镑与美元挂钩。[注]但考虑到庞大的战时预算赤字和国内价格的快速上涨，即便英国当局能够暂时稳定英镑的价值，它也难以维持人们对英镑的信心。在战争结束时，美国撤回了对英国的支持，不出所料，英镑的价值开始下跌。在一年的时间里，英镑贬值1/3，比1815年拿破仑从厄尔巴岛返回时下跌的幅度还要大。由此可见，美国进出口商将美元视为一种更具吸引力的货币单位也就不足为奇了。而适用于美国商人和贸易商的同样也适用于其他国家的商人和贸易商。

在弗兰克·范德利普的带领下，国民城市银行再次成为美国银行海

外扩张的急先锋。曾做过财经记者的范德利普深知宣传的力量，他迅速采取行动，为美国国民城市银行的宏伟蓝图展开宣传攻势。在《联邦储备法案》通过后不久，他就发放了一份针对5000家美国公司的调查问卷，旨在了解哪些国外市场最需要美国国民城市银行设立分支机构。基于军需品战时需求的考量，杜邦公司在智利开设了一家硝酸盐厂。它在问卷中表示，南美市场最需要美国国民城市银行的分支机构。基于此，美国国民城市银行在阿根廷开设了一家分支机构，后又在巴西、智利和古巴设立了分支。1915年，美国国民城市银行并购了国际银行公司，并以其作为平台，在欧洲和亚洲开设分支机构。在未设立分支机构的地区，美国国民城市银行则派驻代表，以收集当地的市场情报，并招揽业务。

紧随美国国民城市银行之后，其他美国银行也纷纷进军国外市场。到1920年底，美国银行机构已在国外开设了181家分支。[注]在这181家国外分支中，有100家是美国7家从事正常银行业务的银行机构的分支，而在这100家分支中，又有29家是美国国民城市银行或其附属公司——国际银行公司的分支。[注]

基于这些在国外运营的美国银行，当地的进口商乐意接受美国出口商的美元汇票，而商品出口美国的外国人同样也乐意接受美国银行的美元，而不是伦敦的汇票。如此一来，不仅美国的进出口商利用纽约这个新的承兑汇票市场，而且国外商人也通过美国银行的分支机构与该市场建立了联系。

发展美元承兑汇票业务

纽约承兑汇票市场的发展及其结果（美元在国际上的使用）所带来的并不只是市场奇迹。美国银行还没有能力建立一个美元承兑汇票市

场。它们仍担负着高昂的成本，这从另一方面也表明它们所持的承兑汇票难以找到投资者。由于缺少投资者，银行必须自己持有其所发行的汇票，并记入资产负债表。而这样做的成本无疑是高昂的，因为该票据的到期收益往往不及银行借款时所支出的成本。

之所以会出现这种情况，原因就在于缺少熟悉该资产类型的投资者，而这个熟悉的过程则需要时间。正如这一新行业的倡导机构美国承兑汇票理事会（American Acceptance Council，由保罗·沃伯格创立）所解释的，投资者"必须要接受教育：第一，他们要了解银行机构承兑汇票的性质；第二，他们要知道它作为一项投资的吸引力；第三，由于承兑汇票是由发行者和承兑银行双重担保的，所以在购买最好的单名商业票据时，价格也会较其已习惯的价格低"。[注]若不解决投资者的问题，美元承兑汇票业务就难以发展壮大。

在这一问题的解决上，依赖的并不是看不见的手，而是时任纽约联邦储备银行主席的本杰明·斯特朗的手。秉承汉密尔顿主义传统，斯特朗认为由中央控制金融事务是很有必要的。他的曾祖父也叫本杰明，曾是汉密尔顿担任财政部长时的高级官员，但他的成长环境却非常一般。他的父亲是纽约中央铁路（New York Central Railroad）的铁路段长。受经济条件限制，斯特朗放弃了上大学的机会，而是选择从一个职员做起（而也正是因为这个职位，他报名参加了一个书法培训课程，以纠正其难以辨认的潦草书写）。自此开始，斯特朗开始了他在金融领域的职业生涯，后在其乡村俱乐部友人亨利·戴维森的引荐下，加入新成立的银行家信托公司。1907年，美国发生金融危机，J.P.摩根组织纽约银行开展自救，并交由戴维森负责，而戴维森则器重斯特朗。1907年的拯救努力使得斯特朗成为金融改革的积极倡导者，并最终让他踏上了前往杰基尔岛之路。

同帮助他出任纽约联邦储备银行主席的沃伯格一样，斯特朗也看到了用贸易承兑汇票市场稳定美国金融的必要性。培养一个与金融投机相对的实际商品交易市场有助于防止1907年式的金融危机再次发生。作为

纽约联邦储备银行的主席，斯特朗也认识到，贸易承兑汇票市场的存在可以给英格兰银行一个支撑，有助于其管理信贷。在他看来，这一市场的发展壮大将会增强美国产业的竞争力，有助于扩大美国的对外贸易。他认为，作为一个项目，联邦储备系统无论如何都应对此支持。

在斯特朗的坚持下，联邦储备委员会下发通知，要求联储储备系统各地区分支购买承兑汇票。(注)储备银行购买承兑汇票可以稳定和降低贴现率，而稳定和降低贴现率的行为反过来又有利于市场的发育。在20世纪20年代上半期，联邦储备银行是交易商的主要交易对象。此外，其他一些颇有见识的投资机构也被吸引到了这一市场，而其中最主要的就是持有大量美元盈余的外国银行（也包括外国中央银行）。很快，承兑汇票就成了它们热衷的投资品。1919年7月期的《联邦储备系统公告》指出，在美国为购买荷兰花卉种球和钻石所花费的1000万美元中，大部分都已由荷兰中央银行代表该国交易商投到了美国的银行承兑汇票市场。

渐渐地，专门从事承兑汇票业务的交易商开始出现，而其中最大的一家就是由保罗·M.沃伯格担任董事长的国际承兑汇票银行（International Acceptance Bank）。沃伯格成立国际承兑汇票银行的目的有二：一是为德国的粮食进口融资，帮助德国重建战后经济；二是帮助他的兄弟、仍在汉堡打理家族企业的马克斯。国际承兑汇票银行与M. M.沃伯格展开了密切合作。在市场困顿的20世纪20年代，前者为后者提供了大量急需的业务。(注)虽然市场发育缓慢，但的确有一些银行设立了子公司，以从事承兑汇票交易，并将这些汇票出售给散户。

美元在国际交易中登场

基于贸易承兑汇票市场的发展，美元最终开始在国际上扮演有意义的角色。到20世纪20年代后半期，在美国所有的进出口中，有超过一半

是由以美元计价的银行承兑汇票资助的。[注]人们之所以选择在纽约做生意，也是因为进出口商现在支付的费用比在伦敦支付的费用少了整整一个百分点。不管是与美国做生意的人，还是与其他国家做生意的人都涌向纽约。到20世纪20年代末，用以资助第三国之间贸易的美元承兑汇票和用以资助国外仓储商品的美元承兑汇票的价值，已接近美国自身为资助进口而发行的美元承兑汇票的价值。

从这一趋势来看，美国在国际交易中已经变得越来越重要。欧洲经历了战争的蹂躏，战后重建的资源需求是非常巨大的。而且，整个大陆都在寻求国外融资。拥有充裕资金的美国自然是它们的首选地。但这些政府并不清楚该要找谁，斯特朗对此心知肚明。他前往欧洲就贷款问题与各国进行磋商。从波兰到罗马尼亚，他都派出了特使，比如普林斯顿大学货币学博士埃德温·克姆勒，以游说这些国家从美国贷款。

如此一来，斯特朗就与英格兰银行行长蒙塔古·诺曼展开了竞争。对于寻求支持以保持金融稳定的国家，诺曼力劝它们从国际联盟而非美国那里获得帮助，而美国又恰好不是国际联盟的成员。国际联盟贷款可以帮助一个国家稳定其货币，但伦敦也会鼓励该国继续从国际联盟贷款。与之相对应地，若与美国进行双边谈判，则需要从纽约贷款。从外表看，斯特朗和诺曼可以说是两个截然不同的人——斯特朗相貌堂堂，充满自信，而诺曼给人的印象却是一个消瘦的疑病症患者。两人是非常好的朋友，甚至还一起外出度假。针对诺曼恢复英镑金本位制的努力，斯特朗在1924—1925年让利率一直在低位徘徊。虽然两人在其他事业上是盟友，但在这一领域，他们却是不折不扣的对手。斯特朗运用各种可能的手段鼓励各国从纽约安排稳定贷款。

在整个20世纪20年代，资本一直从充裕的美国流向匮乏的欧洲。美国银行为欧洲政府和公司发行债券，并以美元作为计价货币单位，以便于向美国投资者出售。它们开设了临街店面，向散户出售这些债券。

高压式推销应该是一个警示信号。几乎没有经验的美国金融机构蜂拥而入，纷纷进入这一领域，而结果就是它们所发放的可疑贷款急剧增

长。在繁荣时期的后半阶段，地区银行也大肆进军次级抵押贷款市场。伊尔斯·明兹在他名为《1920—1930年美国境内外国债券质量退化》（*Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States, 1920—1930*）的研究报告中对此有清楚的描述。(注)对于以德国城市名义发行的用于建造市内游泳池的债券（一种并不会直接强化偿还能力的流动性形式），毫无经验的美国银行疯狂承销，而它们的客户则疯狂认购。80年后，美国借款人又把以次级贷款为支持的债务抵押债券（CDO）出售给了德国银行，总算是报了当年的“一箭之仇”。

在拉丁美洲提供贷款的美国新手，如大通证券公司（Chase Securities Company）也好不到哪里。一笔旨在为古巴建造全国公路网的贷款因承包商的违约最终打了水漂，而投资修建的也只是孤立的路段。尽管政府出于政治考量，认为有必要将所有5个省的孤立路段连在一起，但仍无济于事。投资者并不知道，早在竞标期间，为获得为古巴政府贷款的特权，这家美国银行机构已经将古巴总统的女婿招至该行古巴支行的旗下。

到20世纪20年代末期，由于偿还旧债的新资金无法到位，这一庞氏骗局性质的计划才最终为世人所知。在美国银行承销的外国债券中，大多最后都成了违约债券。

这些问题留待以后讨论。就目前而言，这些流动的一个主要影响是强化了美国的国际地位。在第一次世界大战前，美元汇率在各金融中心的报价频率还不及意大利里拉和奥地利先令等次要货币。而现在，它的报价频率已经超过世界上所有的其他货币。到20世纪20年代下半期，以美元为货币单位的外国承兑汇票已经以2∶1的优势超过以英镑为货币单位的外国承兑汇票。到1924年，在各国中央银行和政府的外汇储备中，美元所占的比例已经超过英镑。

在国际货币竞争中，“在位”被认为是一种强大的优势。一种轻率的观点认为，美元取代英镑成为国际主导货币单位至少还需要25年，也就是要到第二次世界大战之后。但实际上，这一假定的事实并非事实。从

1914年开始算起，美元在1925年就已经超过英镑。对于时下那些认为“在位”给予美元强大优势的人来说，这无疑是一种警戒。

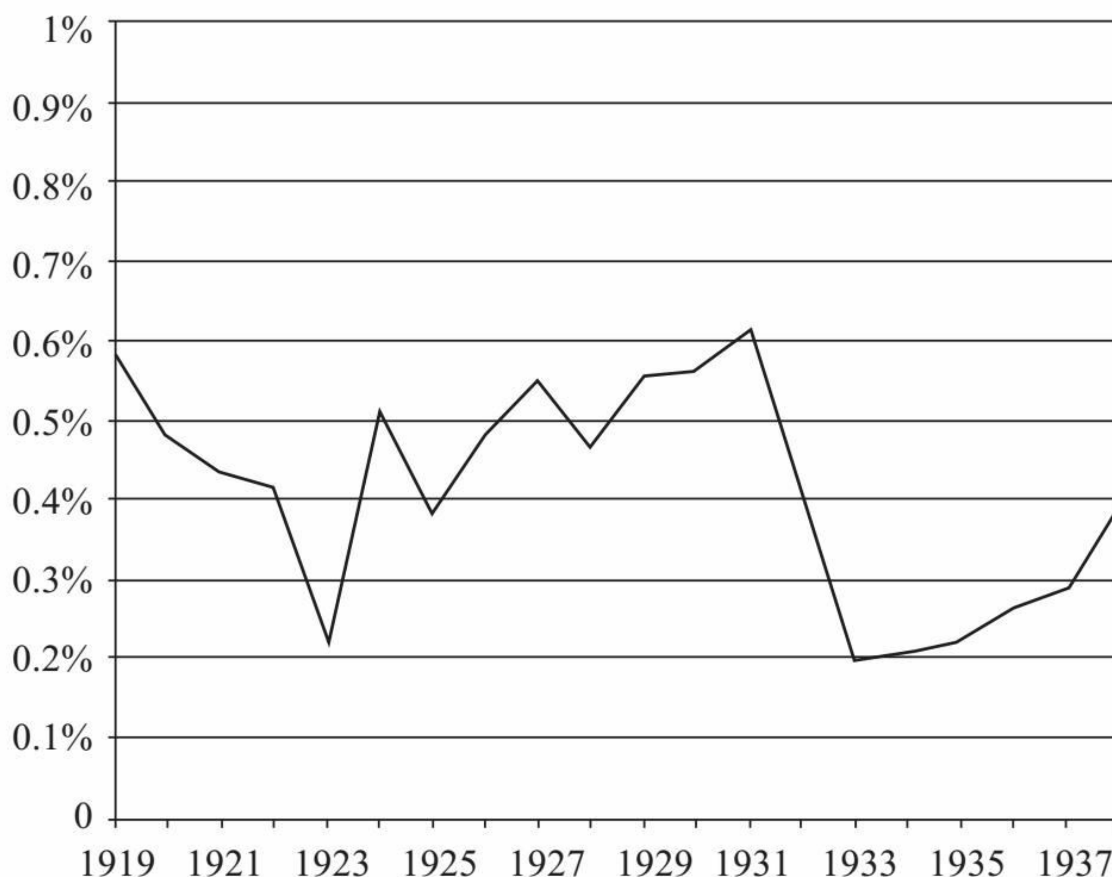


图1–1 美元在储备总额中所占的比例

资料来源：据艾肯格林和弗兰德鲁（Eichengreen and Flandreau, 2009）数据所得

无可否认，在美元取代英镑的过程中有一些特别事件，比如第一次世界大战的发生和美联储制造旺市的努力等。但即便如此，我们也可以就时下的情况做一个类比：将英镑的战时冲击替换为美国的长期预算赤字，将美联储建立纽约贸易承兑汇票市场的努力替换为中国将上海打造为国际金融中心的努力。人民币取代美元或许并不是所有人的基准场景，但在驳斥这种可能性之前，我们不妨回想一下20世纪20年代的历史。

大萧条中的货币贬值

虽然美元在金融领域不断扩张，但最终却是徒劳一场。“喧嚣的20年代”很快便让路给“大萧条”。作为有史以来最大规模的一次经济萧条，它的影响是全球性的，波及了每一个国家。就破坏力而言，受影响最严重的领域之一就是国际贸易。而随着国际贸易的萎缩，美元的国际地位也出现下滑。

随着产出和消费的急剧下滑，贸易也不可避免地出现萎缩。但这还不是全部：由于消费大幅下滑，各国政府不遗余力，纷纷提高关税，减少配额，以压制剩余的需求。束手无策之下，它们只好运用贸易政策将消费转向国内生产的产品。在美国，由于粮食价格持续下跌，农场主现在已经同东部沿海地区的轻工业从业者联手，共同推动《斯姆特–霍利关税法案》（Smoot-Hawley Tariff Act）在国会通过。而在英国，著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯则大肆宣传他在1919年出版的畅销书《和约的经济后果》（*The Economic Consequences of the Peace*）中所描述的全球化优势。1931年，在无其他应对措施的情况下，凯恩斯建议英国政府实施全面关税，以此作为拉动国内产品消费的最后手段。而结果就是1932年的普通关税。[注]德国不甘落后，实施与之相对等的关税。荷兰放弃了传统的自由贸易政策，将进口税上调25%。各国纷纷采取此类措施。1929—1932年，全球初级产品和制成品的生产下降了20%，国际贸易量下降了36%。[注]如此一来，在贸易融资和结算方面，对美元的需求也就相应地出现下滑。

长期国外贷款的崩溃甚至更为剧烈。美国投资者所持的新的长期外债，从1927年和1928年高峰时的每年12亿美元降至1931年的不足两亿美元，到1932年更是只有区区70万美元。[注]由于外国人用以购买美国进口品的美元已不再唾手可得，所以他们也就不愿意再将所持的余额存在纽约。

“大萧条”之所以会产生如此大的威力，原因就在于它破坏了银行系统的稳定。美国银行不仅为外国政府和公司提供贷款，而且还为本国的公司、农场主和自治市提供贷款，而今，它们发现这些投资都已成为呆账、坏账。而随着银行资产负债表情况的恶化，储户纷纷涌向银行，以取回自己的存款。在1930年的最后几个月里，第一波银行挤兑潮爆发。在受影响的银行中，大多都与位于纳什维尔的投资公司考德威尔公司（Caldwell and Company）有关。该公司控制着南方最大的银行链，而所有这些银行都为考德威尔公司或其附属公司所有，或由与该公司创建者罗杰斯·考德威尔有私人关系的人拥有和运营。考德威尔就是他那个时代的迈克尔·米尔肯。1917年，27岁的他创建该公司，承销南方自治市的垃圾债券，并将这些债券卖给散户。[注]他的父亲詹姆斯·考德威尔于1870年来到纳什维尔，为一家杂货批发店工作。由于一整天都没有卖出一单狗尾草种子（狗尾草可用作马饲料），詹姆斯便收购了该市所有的狗尾草种子，然后囤积居奇，最后赚了一倍。自此之后，他开始一步步进入保险和银行业。子承父业，他的儿子也进入银行业，而且他的运营同样充满不确定性。对考德威尔的银行来说，其最主要的客户就是那些由考德威尔公司帮其承销债券的自治市，而实际上这也是唯一的客户。当这些自治市在1930年陷入金融危机之后，考德威尔的银行也陷入了危机。

即便没有考德威尔，也会出现另外一个人做同样的事。经济状况的恶化将不可避免地导致银行问题。到1931年，银行挤兑事件在美国各地不断上演。美国存在的问题，其他国家也无可避免，阿根廷、墨西哥、奥地利、比利时、法国、德国、匈牙利、罗马尼亚、波罗的海沿岸三国、埃及、土耳其和英国等也发生了银行恐慌。哪里有银行，哪里就有恐慌。在整个世界，几乎没有一个地方可以幸免。

就这些危机而言，有的是由当局行动失败而促成的，而有的刚好是因为当局的行动而变得更加恶化。比如在英国，当官员为银行提供紧急救助时，他们发出了这样一个信号，那就是他们更重视金融体系的稳定而不是货币的稳定。面对新的美国竞争对手的压力，英国银行以特惠条

件向德国出口商提供信贷。而如今，随着金融危机蔓延到德国，柏林冻结债务偿付。对于伦敦银行的资产负债表来说，这无疑会形成一个空洞，而对英国的国际收支平衡表来说，也是如此。在其他情况下，英格兰银行会通过提高利率吸引国外资本，以避免黄金的损失。但它知道，高利率会使得银行的运营成本大幅增加。所以，英格兰银行拒绝采取紧缩措施。有观察人士将英格兰银行在英镑捍卫战上的失利归于行长蒙塔古·诺曼的微恙。由于不堪危机的重压，他去了加拿大度假。但事实上，诺曼的副手非常清楚他们在做什么。他们有意识地选择了保持银行的稳定而不是英镑的稳定。

那些一直追踪英格兰银行的投资者很容易发现货币贬值的迹象。基于自卫本能，在英镑贬值之前，他们纷纷将他们在英国的资金转移出来。他们把他们的资金转换成为外国货币，并将其重新存到国外。

英格兰银行依然坚持其不干预的策略。除7月下旬两次小幅上调利率外，它抵抗住了压力，并未再通过利率手段来捍卫汇率。9月20日，英国宣布放弃金本位制并允许英镑贬值。显然，这是一个无法避免的决定。

并不是所有人都为此感到高兴。搭乘白星航运公司（White Star Line）荷马号游轮前往曼哈顿的英国游客震惊不已，因为相较此前，他们所持的英镑只能兑换更少的美元。“在英国，一英镑还是一英镑。”一名游客颇为气恼地说道，“我要把身上的英镑带回家去花！说得过火一点，这难道不是一种打劫行为吗？”[注]而与之相比，工业界的反应却非常积极。“布赖恩是对的。”英国国际通用电气公司（International General Electric）总裁克拉克·H.米诺尔总结以往的教训说。显然，这里的教训是指威廉·詹宁斯·布赖恩的反黄金运动。米诺尔并不是唯一将两者联系起来的人，不久之后，不列颠群岛就进入了“布赖恩式”的英国繁荣时期。

美元反弹

英镑的贬值激起了人们对美元是否安全的疑问，并导致金融压力转向纽约。不仅私人投资者，而且中央银行也都纷纷将其所持的美元在第一时间转换为黄金，而这其中，法国、比利时、瑞士、瑞典和荷兰的中央银行冲在最前面。9月21日，也就是英镑贬值后的第一个营业日，美元兑换黄金拉开了序幕。两周之后，为捍卫美元，纽约联邦储备银行将其贴现率上调整整一个百分点。一周后，再次上调贴现率，同样是一个百分点。

在如此短的时间内以如此幅度上调利率，这在联邦储备系统历史上还是第一次。而直到47年后的1978年，为拯救疲软的美元，这样的一幕才再次在美联储上演。通过采取这样一种激进措施，虽然美元的汇率稳定了，但银行系统则不然。仅在10月一个月，就有500家银行倒闭。从1931年8月算起，在之后的6个月内，有近2000家银行破产。这就是在金融危机时期提高利率的结果。

在美联储的坚决捍卫下，英镑兑美元汇率在一周内从4.86美元降至3.75美元。到1931年12月，又降至3.25美元。一向昂贵的英国出口如今也变得便宜起来。在投机者看来，3.25美元是最低位，之后英镑汇率只会上升。事实也是如此，英镑汇率开始适度恢复。由于在支持经济方面不再受限制，所以英格兰银行将贴现率降至2%，此即所谓的“低息货币”政策。后来，这一模式也成为其他国家所选择的逃跑路线，先是英联邦国家及英国的其他贸易伙伴，之后是美国，其于1933年宣布放弃金本位制，最后是法国、比利时、荷兰和瑞士，它们都是“金本位国家集团”的成员。上述4国在经过种种努力之后，最终在1935—1936年先后放弃金本位制。

由于贸易减少了，外国贷款减少了，捍卫汇率稳定的承诺减少了，所以中央银行持有的外币也就相应减少了。当政府和中央银行寻求影响

市场结果时，它们现在更愿意收紧控制，而不是买入或卖出外汇。这一策略上的变化可以让它们大幅减少自己所持的外汇数量。在英国放弃金本位制之前，在伦敦持有储备的比利时国家银行（National Bank of Belgium）曾问英格兰银行，英镑有没有贬值的危险。英格兰银行的回答是，这是绝对不可能的。一朝遭蛇咬，十年怕井绳，比利时国民银行现在不仅抛售英镑，而且为防万一，还抛售美元。法兰西银行（Bank of France）和其他央行也是如此。

受危机影响，美元和英镑作为储备货币的重要性已经下降，而在各国央行卖出的外币中，美元占多数。到1931年末，在全球剩余外汇储备中，美元占40%，而英镑则占近50%。[注]这一结果看起来似乎有些奇怪，因为美联储一直在不遗余力地捍卫美元，而英格兰银行对英镑则未采取同样的措施。但美国的萧条更严重，持续时间也更长。英国经济在1932年初开始恢复，而直到一年之后，美国经济才开始走出低谷。与英国相比，美国贸易所受的冲击更为严重，纽约承兑汇票业务的萎缩也更为明显。

也就是说，英镑之所以能够重获国际主导货币地位，其最重要的一个原因就是英联邦和英帝国成员习惯将储备存在伦敦。对澳大利亚和新西兰等英联邦国家来说，这样做是符合经济逻辑的，同样也是一种政治团结的表现。而对于英帝国成员来说，这甚至都算不上是一种选择。殖民地会按照外国办公室或殖民办公室的指令去做。由于美国缺少这样一种帝国特权，所以美元并未获得同样的支持。

20世纪30年代，由于各种国际交易都已陷入不景气状态，而且当时是政治主导经济，所以很少有人注意到“门卫”早已更换。人们很容易忽略美元已经超过英镑成为国际主导货币的现实。对于任何对此持有疑虑的人，即将发生的第二次世界大战将会予以澄清。

---

1. 通过贝壳串珠同土著人进行交易最初是由定居长岛的荷兰人发明的，并由一名荷兰行商将该做法引入马萨诸塞，后为当地殖民主义者所采用。

2. 就像用英镑、先令和便士表示税款一样。

3. 除此之外，还有“乡村货币”（country pay），即按照殖民地立法机构设定的价格，债务人可以从一篮子商品中选择一种或多种商品作为支付手段。

4. 唯一的例外是1652年在马萨诸塞投机建立的一家铸币厂。1682年，国王查理二世下令将其关闭。

5. 除了海盗行为，殖民主义者还掳获商船，即正式批准、对敌方船只的征用和劫掠。顺便说一句，西班牙人是主要敌人，他们的船上装载的货物也最为贵重。

6. “两比特”（two bits）被用以表示一美元的1/4，即两角五分。这源于这样一个事实：一枚雷亚尔币的价值与英国的6便士硬币大致相当，而6便士被普遍称为“比特”（bit）。

7. 米切纳（1987）认为，在殖民地流通的货币中，绝大多数是硬币。

8. 各州随后发行的票据，均带有一定的利率。它们是近似替代品，并不是严格意义上的货币。这就好比是2009年，在加利福尼亚州立法机构就预算问题无法达成协议时，该州发行了“欠条”。

9. 任何持有黄金或白银的人都可以要求铸币厂免费将这些贵金属铸造为硬币。如果持有者要求立等可取，则收取0.5%的费用。

10. McIvor （1958）, p. 39.

11. Powell （1995）, p. 30.

12. Williams （1968）.

13. 该案例援引自努斯鲍姆（1957）。

14. Laughlin （1912）, p. 99; Phelps （1927）, pp. 57~58.

15. 某些州立银行可以在国外设立分支机构，但这样做的银行极少。

16. Cleveland and Huertas （1985）, p. 81.

17. 此外，它还在伦敦运营一家分行。1913年成立的巴拿马大陆银行和信托公司成为继国际银行公司之外的第二家专业银行；该公司依据西弗吉尼亚州法律设立，在国外拥有4家分支机构。

18. 另外一家信托公司，即银行家信托公司在本书中占有重要地位。设立一家为商业银行所拥有的信托公司（银行家信托公司）的构想，最先是由亨利·戴维森提出来的。戴维森于1904年又提名本杰明·斯特朗担任该公司秘书。在之后的岁月里，两人均扮演了重要角色。很多年之后的20世纪90年代，银行家信托公司一度声名狼藉，因为它在衍生品方面采取了一些开创性的、有问题的做法（帕特诺伊，2003）。

19. 具体来说，它们不允许像英国银行那样从事贸易承兑汇票贴现业务。大多数银行也无权承兑汇票。

20. 在大多数州，银行相关立法均禁止州立银行从事贸易承兑汇票业务或无法提供明确

授权条款，因而法院在判决此类案件时，银行会处于不利地位。原则上，州立信托公司可以从事承兑汇票业务，但范围相当有限。

21. 金（1936），第311页。这里所指的“购买”既包括再贴现，也包括银行在公开市场上购买票据。由此，英格兰银行可以影响黄金的流入和流出，因为贸易信贷成本的提高或降低会影响商品的进出口量。这一点让本杰明·斯特朗尤为感触。作为纽约联邦储备银行的首任主席，斯特朗利用该机构的资源积极发展美元承兑市场。见钱德勒（1958），第88~89页和第20~30页。

22. 见戈万（1959）。该行1839年被迫暂停付款并最终宣布破产，究其原因，一是棉花投资失败，二是给本行管理层提供了大量贷款。比德尔后来被拘捕，并被控欺诈罪。

23. 弗兰德鲁和约布斯特（2006）计算了1900年提供不同外币汇率报价的国家市场的数量。美元排在所有这些货币之后。

24. Stephenson （1930）, pp. 333~334.

25. 据一些记载，第六名参与者是摩根所属的纽约第一国民银行的总裁查尔斯·诺顿，而不是斯特朗；但在范德利的回忆录中，他列出的是斯特朗而不是诺顿。威克（2005）推测两人都没有参加。

26. Broz （1997）, p. 191.

27. Lindbergh （1913）.

28. 1919年通过的修正案——《埃奇法案》（Edge Act）允许任何国民银行在国外组建银行公司或投资国外银行公司。作为分支机构，所组建的或所投资的国外银行公司在国外开展银行业务，但不得在国内开展银行业务。对规模相对较小的银行来说，这是进军国外市场的机会，因为这会让它们得到规模更大的、经验更丰富的合作伙伴的帮助。

29. 见克利夫兰和韦尔塔斯（1985）。在提供贸易金融服务方面，更重要的是担保信托公司。正如我们所看到的，在《联邦储备法案》通过之前，它是美国少数几家在国外设有分支的金融机构之一。J.P. 摩根也是其中之一；在充任法国和英国政府在美国的采购人方面，它有着无与伦比的优势。

30. 如同英国居民一样，美国的信用和英国居民的证券也被用于战争行动。英国政府在纽约出售了这些“被动员起来的证券”，并利用所获收益购买美国国库券，以便阻止本国货币汇率贬值。英国出售美元计价证券的行动，可能是这一时期支撑英镑对美元汇率稳定的主要因素，而美国能够从国际债务国转变为国际债权国，这也是主要的促成机制之一（布朗，1940）。

31. 这并不包括庞大的美国运通公司的38家国外分支机构，该公司提供众多银行式服务。

32. 后来，随着美国贸易的减少和国外市场竞争的加剧，一些分支机构被裁撤。到1926年，国外分支机构的数量已经降至107家（菲尔普斯，1927）。

33. 美国承兑汇票理事会（1931），第17页。

34. 从技术上讲，即提供回购协议、购买承兑汇票。1921年，联邦储备委员会允许储备银行对到期期限在6个月以内的承兑汇票再贴现。1922年，它将承兑汇票再贴现的业务权力下放到各储备银行。

35. Chernow （1993）, p. 224.

36. Phelps （1927）, p. 174.

37. Mintz （1951）.

38. 讽刺的是，此时英国已经放弃金本位制，开放其他政策，并反对加征关税。有时候，经济论证会自行绽放生命力。

39. 此处36%的数字是指从1929年第四季度到1932年第四季度。

40. 面值，李维斯（1938），第629页。

41. 除自治市之外，还有流域管理区。自1909年起，在田纳西州，各县在县法院的授权下即可设立特别行政区，建设农田排水沟渠。这些行政区可以发行债券，而那些从中受益的土地所有者的未来税收，则被作为偿付本息的担保。在这些行政区发行的债券中，只要与考德威尔有关，最终都以违约收场。在该公司的资产负债表中，就有大量此类债券，而与该公司有关的银行，也由此陷入财务困境。

42. 援引《时代周刊》，1931年10月5日。

43. 剩余的是法国法郎，这也是自第一次世界大战以来，它首次在储备货币中占到一个不容忽视的份额。当时的法国是世界上唯一仍坚持金本位制的重要大国。由于大萧条波及法国的时间相对较晚，因而初期法国法郎比英镑更为稳定，而且这一时期，大萧条对法国的影响相对温和。如此一来，法国也就可以继续维持它的金本位制了。在20世纪20年代的前5年，法国也曾经历过高通胀。这种情况下，法国政客及其选民也不愿意考虑其他替代选项（见第二章）。

第二章

主导

在第二次世界大战之后的25年里，美元一直占据着至高无上的主导地位。在这次世界大战中，只有美国的实力得以加强。在经济上，它超越了其他所有国家，跃居世界第一，在全球工业生产中占了整整50%的份额[注]，而且只有它的货币是可以自由交易的。

在首次作为国际货币登场仅仅20年后，美元就成为全球商品报价、贸易发票和交易结算的主导货币单位。对于外国央行和政府来说，美元“同黄金一样好”，因为美国随时都愿意以每盎司35美元的固定价格出售黄金。[注]国际货币基金组织这一新成立的国际体系的监管者授权其他国家以美元定义其汇率，以此确立该货币的独特地位。其他国际货币的潜在发行者要么缺少公开金融市场（如德国），要么缺少金融稳定（如法国），而英国则两者皆缺。美元不仅成为国际主导货币，实际上也是英联邦和英帝国之外唯一的国际货币。

各国央行仍倾向于积累黄金储备，但新开采黄金的供应是有限的。另外，还有一个让人颇为不适的事实：因为苏联和南非是主要的黄金生产国，所以购买黄金实际上就是在资助这两个政权。

这些事实将美元和美国放在了一个独一无二的位置上。美国消费者和投资者可以购买外国的商品或收购外国的公司，而政府并不会担心花出去的美元会被其他国家转换为黄金。相反，这些美元会被各国央行存储起来，因为这是额外的国际储备的唯一重要来源。用法国经济学家雅克·吕埃夫的话说，美国可以“放心”维持国际收支逆差。这种资源就好

像是变戏法变出来的一样，而利用这种资源购买外国商品或收购外国公司的能力即是法国财政部长瓦勒里·季斯卡·德斯坦所经常抱怨的“超级特权”。

英镑的遗留物

由于历史原因，英镑依然是美元的主要对手。在战争期间，英联邦国家、英帝国成员以及英镑区的其他成员给予了英国无限的信贷额度。[注]它们为英国及其军队提供各种资源和战争物资，并持有英国财政部发行的英镑纸币。与此同时，英国及其盟友倾其美元储备，从美国购买物资。如此一来，到战争结束时，各国央行和政府所存储的英镑余额已远超过美元余额，两者的比例达到2∶1。[注]

表面来看，英镑似乎仍是领先的储备货币。但英国2/3的海外金融债权为英镑区成员所持有，而就整个世界而言，这只是一个很小的区域。[注]对于大多数英镑区成员来说，它们存储英镑是因为战争。现在，它们之所以还持有这些储备，是因为英国采取了控制措施，阻止它们将所持的英镑交换为商品或其他更为有用的货币。

持有英镑是亏本买卖，这已成为共识。在1914年之前的和平时期，英国国外资产远超过其负债。因此，英镑的稳定性或外国人投资的安全性都是毋庸置疑的。但现在，这个国家的净境外英镑负债却已达到150亿美元，近6倍于其所持的黄金和外币储备。

如果允许外国人自由出售他们所持的英国债权，那么它们的价值就会直线下降。1946年，美国要求英国解除货币控制，并以此作为向英国提供重建贷款的前提条件，从而使得这一危险变得更为严重起来。对约翰·梅纳德·凯恩斯来说，这是一次重大的战时失败。作为英国最伟大的

经济学家之一，凯恩斯在战争期间曾在财政部担任多个不同职位，并率团与美国就战后国际货币体系机构进行谈判。极度自信的凯恩斯认为，在听取了他令人信服的观点之后，美国政府将会无条件地向其盟友提供战后贷款。但实则不然，美国人要求英国解除货币控制。在他们看来，这将有助于扩大美国的出口市场。注对他们来说，早就该恢复正常的和平时期的国际金融关系了。

凯恩斯未能阻止这一要求反映了他对美国政治的了解不够。在英国，如果政府得到议会多数支持，那么它几乎可以做任何它想做的事情。在凯恩斯看来，一个开明的罗斯福–杜鲁门政府同样也可以推进其所选择的政策，因为不论是在参议院还是在众议院，它都获得了多数支持。他并没有意识到美国立法委员的独立性或他们的孤立主义倾向。来自东海岸的推力越大，美国人及其国会议员对建立美英特殊关系的重视程度就越低。虽然政府对英国做了让步，但国会却拒绝让步。

凯恩斯未能谈妥更好的条件，或许也与他虚弱的身体状况有关。由于受细菌感染，他经常会出现心脏病突发的情况。他一脸疲倦，很多时候都不能正常出席活动。但即便如此，英国仍将谈判重任放在他的肩上，这也证实了他非凡的聪明才智。

准确地说，美国人提出的要求是，在国会批准贷款一年内，外国人所赚的所有英镑均可自由用于商品交易。1947年7月15日，也就是经常账户可兑换的第一天，其他国家居民纷纷将所持的英镑兑换为美元，用以购买美国商品。注仅在第一个月，英国的储备损失就超过了10亿美元。这对于一个黄金和外汇储备不足25亿美元的国家来说，冲击是巨大的。正如保守党副领袖安东尼·艾登所言，这就好比是“在一个不断变宽的深渊上面做劈叉动作”。

在别无选择的情况下，英国在仅仅5周之后就重新收回了对英镑的控制权。一种可自由兑换的英镑或许能重获国际领先地位的想法也由此画上了句号。

自此，英国的决策者在经常账户可兑换问题上一直表现得谨慎有余。直到1959年，他们才再次进行尝试。1959年，英镑余额仍维持在10年前的水平上，且主要为英联邦和英帝国的成员所持有。与之相对，美元储备则增长了两倍多。各国在储备货币上的选择已是不言而喻。显然，它们并不会选择欧洲“病人”的货币。

法郎贬值

当然，对各国来说，也没有其他具有吸引力的选择。法郎曾是一种重要的储备货币，但它并未从第一次世界大战后法国一系列的政治和金融危机中恢复过来。现在，法国又在阿尔及利亚陷入泥潭。第二次世界大战之后，血腥的独立斗争席卷世界各地，而阿尔及利亚的冲突尤为残酷。阿尔及利亚民族解放阵线不仅要同法国军队作战，还要同对手阿尔及利亚民族运动斗争。内外交困的法国军队分裂为两个派别，其中一派阴谋推翻法国政府。平民被屠杀，巴黎的咖啡馆遭爆炸袭击。为获取情报，政治犯遭受酷刑。而在此期间，法国政府一届不如一届，越来越软弱，国内局势也越来越混乱。

1958年春，一场政治危机将事件推向了顶峰。一批持不同政见的军官控制了阿尔及利亚，以免其被优柔寡断的巴黎抛弃。之后，阿尔及利亚军团的伞兵降落科西嘉岛，于5月24日占领该岛。按照计划，他们下一步的目标是夺取巴黎，推翻现政府，进而建立一个绝不放弃阿尔及利亚的政府。他们的将军发出加密信息（胡萝卜已经煮熟），准备进军巴黎。在巴黎，内外交困的政府在机场铺设带刺的铁丝网，阻止伞兵着陆。公众对政府失去信心。

见大势已去，第四共和国的领导人达成一致意见，同意邀请战争英雄查尔斯·戴高乐出山。只有戴高乐才能平息国内的叛乱形势。正如一

名专家所言，他的个人威望超过“拿破仑之后的任何一个法国人”（显然，这是戴高乐自己的观点）。这位伟人从他的故乡科龙贝双教堂村返回巴黎，并被授予“紧急权力”。6个月后，军队派系纷争归于平息。

这次政治危机也是一次金融危机。由于战争开销巨大，法国中央银行不得不直接填补政府预算赤字。早在1955—1957年，法兰西银行就已经损失了2/3的储备。为此，法国财政部收紧了进口许可证的规定，限制购买外国证券，限定本国居民出国旅行时所带的货币数量。

对于缓解压力来说，这些措施是远远不够的。法兰西银行仍不断向流通领域输送额外货币，以填补预算赤字。1957年8月12日，政府被迫宣布货币贬值。由于此举导致货币购买力下降，所以法国激进的工会组织极为不满。为平息工会的怨气，当局大幅提高工人工资，但这又使得提升本国竞争力的希望落空。[注]由于第一次货币贬值未能取得成效，所以又有了第二次贬值，此次贬值幅度为17%，距第一次贬值时间仅相隔一年。为减少尴尬，戴高乐直到12月总统大选后才宣布这一消息。在此次大选中，他赢得了78%的选举团票。

通过第二次货币贬值以及相应的预算平衡措施，外部平衡得以恢复。[注]但连续贬值并不是一个大国的行为，也不是一个伟大将军的行为。戴高乐是一个傲慢之人，心里想的全是法国的荣耀和自己的荣耀。12月的第二次货币贬值令他痛苦不已。之后，这位法国总统决意“罢黜”美元，这从另一方面也表明，他对此前的贬值事件仍耿耿于怀。

软弱的马克与日元

在历史上，地处欧洲大陆的德国向来都是储备中心，也从未发生过重大的国际收支问题。[注]但在20世纪20年代上半期，它却遭遇了有史以

来最为严重的恶性通货膨胀之一，至今这一幕仍历历在目。现在，德国官员采取的几乎是巴甫洛夫式的策略，只要出现通货膨胀苗头便立即扼杀。

问题是，当德意志联邦银行（Bundesbank）——联邦德国新成立的中央银行——每次收紧货币政策以控制通货膨胀时，其高利率都会吸引国外资本流入。而放宽信贷条件，则会引发通货膨胀担忧。因此，为限制国外资本流入，德国对非本国居民购买货币市场工具采取了限制措施。[注]也就是说，如果外国人希望在国际交易中使用德国马克，是不能遂愿的。在20世纪50年代末期和60年代，德国放宽了部分管制措施，但在1970年4月和1971年5月再次收紧，以应对新出现的资本涌入趋势。基于这些措施，德国并未成为外国人从事金融交易的聚集地。

此外，新崛起的国家也没有参与到竞争中来。1950—1975年，亚洲的日本就像现在的中国，其经济增长率是美国的3倍。到20世纪70年代，它已成为世界第二大经济体，这正是复利的奇迹。但那时的日元，就如同现在的人民币，在国际上基本不扮演任何角色。亚洲周边国家，也就是日本采购原材料和销售制造品的邻区，是最有可能将日元作为商品报价、交易结算和国际储备货币的地区。但日本殖民主义和战争期间日军的残暴行为给这些国家留下的记忆并未消失，依赖日元会让这些邻国感到不安。当时还有一个最重要的因素，那就是毛泽东时代的中国切断了其与外部世界的经济和金融联系，但这并未帮助日元上位。

即便有将日元用于国际交易的愿望，日本决策者也会加以阻止。他们的首要任务是出口导向型增长。他们通过超级竞争汇率和一系列减税及补贴措施扶持出口导向型制造业。他们通过日本进出口银行（Export-Import Bank of Japan）和日本开发银行（Japan Development Bank）对其他金融机构的影响，为出口业输送廉价金融投资。

日元国际化会破坏日本的这些政策。如果银行可以自由地将资金投到国外，那么它们就会规避政府的导向，不再以人为的低利率将资金借给国内生产商。日本的金融市场被完全密封在一个与世隔绝的空间里。

允许外国人在国内投资，就如同日元需要储备货币地位一样，将会破坏通商产业省（MITI）的工业政策战略。而允许外国人持有日元则会对汇率造成反向压力，降低币值低估作为经济发展工具的作用。彼时的日本就如同现在的中国，日元国际化将会让其放弃可靠的增长模式。

在20世纪80年代，日本最终改变策略。它的决策者决意将东京打造成国际金融中心，并将日元培育为国际货币。但他们所谓的“大爆炸”（Big Bang）改革，即取消对国内和国际金融交易的限制，并未取得预期目标。“大爆炸”允许日本大公司进入企业债券市场。由于失去了公司客户，银行开始争夺其他客户，而这些新客户就是房地产开发商。“大爆炸”成就了房地产大繁荣，也导致了房地产大崩溃，而它所造成的后果及次贷危机的阴影直到多年之后才得以消除。因此，日本也从未获得二线金融中心的地位。

对于决意将上海打造成国际金融中心并将人民币培育为国际货币的中国决策者来说，这是一个教训。在放宽金融市场管制时，务必要谨慎。对于自己的愿望，一定要小心谋划，而在试图实现这一愿望时，更要三思而行。

重塑国际货币体系

缺少替代品意味着第二次世界大战后的国际货币体系是建立在美元之上的。如此一来，其他国家（从英国开始）所面临的问题就是如何限制美国操纵该体系以为自己服务的能力。

第二次世界大战几乎使英国亡国，其经济和金融实力也因此大大降低。在战争结束前，就经济而言，孰强孰弱已明晰可见。在英国官员看来，如果他们想重塑战后的国际货币体系，那么必须依赖“思想力量”而非经济力量。

于是，在1941年，他们再次求助于本国著名谋士凯恩斯。短短几个星期，凯恩斯就拿出一个关于全球中央银行的方案，并将此央行命名为清算同盟（Clearing Union）。按照该方案，任何国家都会收到一个以“班柯”（bancor）为记账单位的信贷额度。政府可以使用这些信贷购买进口产品。任何国家都不能无限期地处于国际收支逆差状态，因为源于清算同盟的信贷额度是有限的。同时，它们也不能长期处于国际收支顺差状态，因为按照规定，各国需要按照一定比例将所赚取的“班柯”和外币上缴清算同盟。

虽然凯恩斯方案提及的是所有处于国际收支顺差的国家，但毋庸置疑，这是有特定寓意的。任何人都知道，凯恩斯的惩戒条款针对的是美国。

以哈利·德克斯特·怀特（Harry Dexter White）为首的美国谈判代表自然理解这一战略的寓意。作为移民的儿子，怀特——他的姓实际是英国化的维特（Weit）——出生在波士顿一个普通工人阶级家庭，后以优异成绩毕业于斯坦福大学，再后来又攻读博士学位，并成为哈佛大学助理教授。1934年，他离开工作不顺的威斯康星州劳伦斯学院，受聘为美国财政部经济分析师。自此开始，一路升职至财政部助理部长。

他之所以能平步青云，与他非凡的思维能力密不可分。他在财政部的上司将他描述为一个“精力充沛的睿智之人”。[注]凯恩斯以其一贯的调侃方式表述怀特的才能，指出他是“财政部少有的具有建设性头脑的人之一”。[注]同凯恩斯一样，怀特也是一个固执己见的人，只不过魅力略逊于凯恩斯。此外，怀特对国际货币事务也非常熟悉，他曾就1880—1913年的法郎问题发表过专题论文。因此，对于凯恩斯的“技术论”，他显然有足够的应对能力。[注]

在珍珠港事件之后，怀特开始执笔撰写自己的货币改革方案。他反对凯恩斯的自动计税，也不赞成对长期处于贸易顺差的国家进行制裁，并在此条款上做了模糊处理。[注]凯恩斯建议清算同盟为各国提供的信贷总额为260亿美元（按现在的币值计算，约合160万亿美元），远超过美

国所生产全部商品和服务的价值。美国人担心清算同盟的金融资源会被完全用于购买美国的商品，迫使美国将商品拱手相让。这并非杞人忧天。为避免此一情况发生，怀特将凯恩斯建议的260亿美元减少至50亿美元。[注]

更为重要的是，怀特方案废掉了“班柯”，取而代之的是稳定基金（Stabilization Fund）——怀特版的清算同盟，出借各国政府存于该基金的国家货币。[注]美国将提供单一最大份额的基金资源，以与其在世界经济中所占的比重相适应。

在后来的双边谈判中，这些分歧最终都得到了解决。更准确地说，双方最终同意的是一个更接近于美方建议的方案，这也反映了美国具有英国所不具有的优势力量。迫于出口院外集团的压力，美国谈判代表坚持将这样一个条款写入新成立机构——国际货币基金组织的协议条款中：各国将在5年内取消在进出口交易中使用各自货币的限制。对此，英国只得表示同意。此外，美国还坚持取消凯恩斯有关对长期处于国际收支顺差的国家课税的规定，并决意废除“班柯”，对此，英国别无选择。美国方面所做的主要让步就是同意将该基金的总资源从50亿美元提升至85亿美元，但这与凯恩斯最初提出的260亿美元仍相去甚远。1944年7月，盟国其他成员和中立国在经过长达两周的紧张磋商之后，最终在新罕布什尔州的山林度假小镇布雷顿森林达成一致意见。[注]

拯救美元的国际地位

由于信贷供应受限，所以各国以何种方式取得所需美元（以便从美国进口商品）仍不明晰。在第二次世界大战结束后，欧洲和日本都急需进口粮食和燃料，以维持社会稳定。它们需要资本货物，以用于经济重建。当时，美国通过联合国救济和重建管理机构以及1946年的英美贷款

协定向各国提供资金支持，但这些过渡措施都有一定的时限[注]，没有人知道期满之后会发生什么。美国决策者以为，欧洲和日本很快就会重新具备赚取美元的能力，届时便可购买进口商品。但事实上，这种恢复是需要时间的。而出口制造品首先需要从国外进口所需的资本设备和其他用于生产的原材料。出口并不会先于进口而出现。

其所引发的后果对欧洲和日本，乃至整个国际体系来说都是非常可怕的。缺乏现金的国家有可能会像20世纪30年代的德国一样实施外汇管制和清算安排。若果真如此，那么美国所重视的公开贸易体系就会被置于危险境地。而政府对进口的控制或许正是政府迈向对经济进行控制的一小步。

随着“冷战”加剧，这一风险日益增加，并已超出了美国决策者的承受能力。于是，他们在欧洲实施“马歇尔计划”，在日本实施“道奇计划”（Dodge Plan），前者以第二次世界大战将军、1947年出任美国国务卿的马歇尔的名字命名，后者以底特律银行（Detroit Bank）董事长、1948年起出任美国驻日本特别大使的道奇的名字命名。道奇虽不及马歇尔有名，但同样具有重大影响力。

“马歇尔计划”第一年就吸收了10%的联邦预算。这是一种非凡的慷慨行为，而马歇尔正是通过国会实施这一行为的人。这位国务卿是一位杰出的军人。他的父亲参加过内战，曾是肯塔基州奥古斯塔地方军成员，而年轻的马歇尔的成年生活则完全是在军队度过的。到1947年，他已成为一名深受信赖的公众人物。他身上表现出来的是一名完美军人的自律和严谨。1939—1945年，马歇尔担任美国陆军参谋长，其间，在国会做证时，他从未提及需要个人做出牺牲。但现在，1947年，他却屡屡提及个人牺牲的必要性，以确保欧洲留在西方阵营。

道奇是一位银行家（与汽车制造业的道奇家族并无关联），曾在法兰克福和柏林担任美国军政府德怀特·艾森豪威尔将军和卢修斯·克莱将军执政时期的财政顾问。到日本后，他迅速将自己在德国学到的经验付诸行动。

“马歇尔计划”和“道奇计划”为各国进口原材料提供美元资助，从而使得这些国家的出口得以恢复。这样一来，各国也就不用被迫采取物物交换的方式了。从这一意义上讲，“马歇尔计划”和“道奇计划”拯救了布雷顿森林体系，进而言之，也就是拯救了美元的国际地位。所以，有观察人士指出，第二次世界大战后的国际货币体系并不是布雷顿森林体系，而是“马歇尔–道奇固定汇率美元本位制”，这并非没有道理。注

为积累储备，各国必须保持贸易顺差——在20世纪40年代后半期，欧洲和日本是无法做到这一点的——否则储备货币国家就必须借款给其他国家或投资国外。一番犹豫之后，美国通过“马歇尔计划”和“道奇计划”为其他国家提供美元。时下的中国就如同20世纪40年代的美国，处于贸易顺差状态，但同时也鼓励其货币在国际上的广泛使用。而要让其他国家持有人民币，中国则必须向它们提供贷款或向国外投资。我们现在所看到的这种贷款和投资表明中国了解时下世界的变化。

黄金-美元体系的缺陷

第二次世界大战战败国德国和日本是在出口和获取美元方面最成功的国家。它们放弃了外交雄心，全面致力于经济发展。英国仍拥有它的帝国版图。法国则有阿尔及利亚，在很多法国人看来，这是法国不可分割的一部分。英法两国都背负着因海外承诺而产生的预算负担，它们都抱怨难以获得购买国外商品所需的美元。

在20世纪40年代，美国经济强大，而其他国家则面临严峻的战后经济问题。在这一时期，若没有美国的帮助，要想获得美元确实非常困难。但到20世纪50年代，德国已经表明，通过投资和削减成本，完全可以重新发动出口引擎，并积聚其所需要的美元。后来，通过法郎贬值、平衡预算和摆脱阿尔及利亚等一系列措施，法国也做到了这一点。英国

直到20世纪80年代玛格丽特·撒切尔执政后才最终在这方面取得成功。

问题是，像英国这样的“病人”，到20世纪50年代时，美元缺乏的历史也已经结束。这并不是一个完全愉快的发展过程。布雷顿森林安排使得美元“像黄金一样好”。但事实是，现在外国持有的美元存量已经超过了美国所持有的黄金储备，因而对布雷顿森林体系造成威胁。如果所有的外国持有者都涌向美国财政部的出纳窗口，即通常所谓的“黄金窗口”，将所持的美元兑换为黄金，那么美国就会像银行一样遭遇挤兑事件。在1960年，美国的货币性负债首次超过本国的黄金储备。[注]是年下半年，美国遭遇第一次严重的美元投机事件。由此可见，这并非巧合，两者之间是有关联的。

这些问题的出现并不足为奇。这个体系的运转依赖美国的承诺，它提供两种储备资产，一是黄金，一是美元，两者都是固定价格，但一种的供应是弹性的，而另一种的供应则是非弹性的，因而这一体系存在明显的缺陷。生于比利时的经济学家罗伯特·特里芬在1947年提交给联邦储备委员会的研究报告中警告过这一问题。[注]圆脸、矮小的特里芬更像是一只刺猬而非狐狸。他知道这是一个重大问题，并集中精力研究此问题。他先是在欧洲合作和发展组织（今天经济合作与发展组织的前身）任经济学家，后在耶鲁大学任教授。由于他全力致力于该问题的研究，所以他的名字也就成为该问题的代名词。

“特里芬困境”是指，如果美国拒绝为其他国家提供美元，那么贸易就会陷入停滞，而经济增长也会受到遏制；如果美国无限量地提供美元，虽说可以促进经济增长和贸易发展，但各国对美国承诺美元可以兑换黄金的信心就会下降。最终，要么美国的黄金储备遭到挤兑，导致其无法维持每盎司35美元的黄金价格；要么美国抢先放弃以固定价格兑换黄金的承诺。但不管是哪一种方式，黄金–美元体系都会崩溃。特里芬的解决方案是，创造一种类似于凯恩斯“班柯”的国际货币，并要求各国政府在国际交易中必须接受。但截至20世纪60年代初，他的这一解决方案鲜有接受者。

就21世纪初美国与新兴市场，如中国和印度之间的关系而言，这里有一个明显的类比。迅速增长的经济体——20世纪60年代的欧洲和日本，以及现在的新兴经济体——发现它们一直在积累美元，而且这种积累几乎是不由自主的。然后，它们便担心这些美元是否会保持币值稳定。再然后，它们的担忧就会演变成为一种可能破坏金融市场稳定的挤兑事件，因为每个国家都想抛售美元。

今天，主要的一个区别是，美元已经有了替代品，如欧元或其他货币。这至少可以创造一种平稳转换的可能性，因为外国央行和政府可以逐步实现储备的多样化。如果各国央行和政府愿意持有更多的欧元，那么欧洲中央银行可以为它们提供。[注]由于欧元和美元的汇率是浮动的，所以这种转换将会伴随着这两种货币相对价格的逐步调整。由于欧元的存在，美元的没落并不会危及金融市场和国际体系的稳定。

黄金池

20世纪60年代的情况却并非如此。由于其他国家缺乏面向世界开放的具有深度和流动性充裕的金融市场，所以黄金是美元唯一的替代品。而新开采的黄金则处于供不应求的状态。[注]

如果各国齐心协力，那么它们或许会赢得时间。如果各国同意不将其所持的美元转换为黄金，那么这一体系或许会得以保留，而长期的解决方案也有可能会找到。但在其他国家都采取管制措施时，一国有足够的理由将其所持美元转换为黄金，以便为自己谋利。由于所有国家都了解这种可能性，所以也就有了欺骗的诱惑。

1961年，美国提出了一种方法，即所谓的“黄金池”（Gold Pool），希望以此解决这一问题。依照该方法，其他国家同意持有美元，并偿还

美国一半的黄金损失。[注]纽约联邦储备银行副主席查尔斯·库姆博斯代表政府与各国进行谈判。“黄金池”是一个非常明显的非对称安排，所有的转移都是单向的。显然，该系统的结构会置其他国家于不利境地。

“黄金池”是一个不错的方法，但前提是不要去启动它。1964年之前，由于苏联和南非的黄金供应源源不断地流入市场，所以没有启动这一方法的必要。[注]但从1965年开始，黄金供应量开始下降。现在，“黄金池”的成员不得不出售黄金以阻止美元价格在伦敦市场的上升。它们必须偿还美国的损失。原本只是理论上的承诺，而今却变成了实实在在的现实。意大利在美国将美元转换为黄金，以弥补“黄金池”在伦敦的销售亏空。向来都对美元持敌视态度的法国于1967年初退出“黄金池”。此消息由《世界报》（*Le Monde*）金融记者保罗·法布拉率先曝出，被认为是戴高乐政府的一次战略性“泄露”。

由此可见，一个长期的解决方案已迫在眉睫。法国领导人主张重返以黄金为唯一结算单位的体系，这一建议多少有些不合时宜。他们从长期的金本位捍卫者雅克·吕埃夫的伟大作品中获取灵感。在20世纪30年代，吕埃夫曾在法兰西银行工作，并升任副行长，后因维希政府的反犹太人法而被解职。他掌握着金本位运转的第一手资料，而他如何看待法国的不愉快经历以及法国的建议则是另外一回事儿。他之所以支持金本位制，一种解释是，作为奥地利经济学家路德维希·冯·米塞斯的追随者，吕埃夫是政府干预市场的坚决反对者，并将金本位视为政府不会扰乱货币市场的保证。另一种解释是，在20世纪20年代，他亲身经历了法国的高通货膨胀率，从而使得他对通货膨胀产生了一种畏惧心理。事实上，年轻的吕埃夫曾为时任总理的雷蒙德·庞加莱提供有关如何控制通货膨胀的建议，而他关于削减预算和进一步贬值法郎的建议也都被采纳并取得成功。

作为经济规划的反对者，吕埃夫在第二次世界大战之后遭放逐。但在戴高乐掌权后，为控制通货膨胀，这位将军请吕埃夫起草一份稳定计划。这一次，他再次建议削减预算和进一步贬值法郎，此一战略再次奏

效。基于这次成功，吕埃夫赢得了戴高乐的信赖。此外，他也赢得了公众的信赖，在整个20世纪60年代，他就货币问题发表了大约85篇文章。1965年初，戴高乐在一次记者招待会上猛烈抨击美元，斥责布雷顿森林体系是一个“被滥用的、危险的体系”，并表示世界应该重新回归以黄金为基础的体系。这实际上是在引述吕埃夫的观点。戴高乐坚持认为，较其他国家而言，法国绝不能处于次要地位，无论是在货币领域，还是在其他领域。虽然吕埃夫的观点与之形成共鸣，但这并未对他造成不良影响。

事实上，现在法国领导人的想法只是一厢情愿，他们寄希望于美国决策者仍会像1946年一样屈从。基于有限的黄金产量，在以黄金为基础的体系下，这个世界又该从哪里获得足够的储备以支持不断扩大的贸易和投资呢？吕埃夫建议提高黄金价格，但这忽略了一个危险，即一次提高黄金价格有可能会让政府产生再次提高黄金价格的预期，如此一来，就会鼓励政府囤积黄金，并造成其他不稳定的后果。提高黄金价格会让那些通过兑换所持美元，不遗余力瓦解现存体系的国家获得好处，比如法国，当然也还有其他国家。此外，提高黄金价格也会让苏联和南非发一笔横财。不出所料，苏联《真理报》（*Pravda*）对戴高乐抨击美元的评论大加赞赏。

法国的立场反映了其对历史的独特解读，但这却忽略了一个事实，那就是在这大半个世纪，纯粹以黄金为基础的体系是不存在的，在第一次世界大战前的金本位制下不存在，在两次世界大战期间的体系下也不存在。在这两种安排下，各国央行发现，它们必须用外国债券和银行存款来补充它们的黄金储备，需要特别指出的是，这也包括法国的债券和存款。法国的建议或许并不现实，但却阻碍各国在替代品问题上达成一致意见。

德国不像法国，它只是寻求保持现存的体系。由于急于强化自身作为西方阵营坚定成员的形象，它将与美国的合作放在首位。当然，也有一些德国官员并不迷恋美国。1966年出任联邦德国经济部长的卡尔·席

勒就反对美国利用安全杠杆为己谋利，并要求追随戴高乐抛售美元。但对大多数德国政界人士而言，主张与美国合作仍是主流意见。如此一来，德意志联邦银行便成为美元的主要持有者，因为德国长期处于贸易顺差。对当时的德国中央银行，以及现在的中国中央银行来说，任何贬低美元角色和降低美元价值的国际货币动议都将会造成严重的金融后果。

英国的决策者已从英镑的没落中得出规律，在他们看来，美元将会步英镑的后尘。早在1962年，他们就建议用一种类似于凯恩斯“班柯”的综合单位补充并最终代替国家货币作为储备。这一新的货币单位，可通过兑换中央银行所持的国家货币，以此引入体系。从英国的角度来看，这还会带来其他好处：可以移除官方手中所持的过剩英镑，并消除在遭遇经济问题时出现恐慌性抛售的可能性。但由于金融孱弱，英国缺乏参与辩论的支撑力。

解决美元问题的努力

如此一来，结果便取决于美国的立场。但问题是，美国并没有什么立场。由于缺乏其他建议，美国官员只是重申了黄金价格将继续维持每盎司35美元的承诺。他们通过漫无目标的分散战术强化美国的贸易账户。他们为国防部制定了“购买美国货”政策，并将美国的对外援助同购买美国的商品联系起来。他们对国外利息收入课税，对美国公司施压，要求它们不要在海外投资。问题在于，这些权宜之计不仅扰乱了国际市场，而且造成了另外一个后果，即阻止美国陷入经常项目赤字和阻止海外投资同样也会阻止其他国家获得储备。这只不过是将世界从一个“特里芬困境”转向另一个“特里芬困境”。

由此一来，若放弃现存体系，唯一切实可行的选择就是接受英国

的“纸黄金”提议。早在1960年，已当选但尚未宣誓就任总统的肯尼迪就任命了一个任务小组，以研究解决美元问题。作为这个任务小组的成员之一，特里芬教授毫不犹豫地将自己关于设立综合储备单位的建议写入其中。

颇为固执的前银行家、肯尼迪政府时期的财政部长道格拉斯·狄龙对特里芬的想法却表现得毫无耐心。狄龙是投资银行狄龙–里德公司（Dillon, Read & Co.）的前董事长，也是该公司创始人克拉伦斯·狄龙的儿子。他先是在银行业工作，后进入外交和政策领域。在艾森豪威尔1952年的总统竞选中，他是主要的捐助人。

艾森豪威尔先是任命狄龙出任法国大使。对于这一职位，狄龙还是相当满意的，因为法国的奥比昂葡萄园就是他们家族投资的。相比于这一投资，法国人更关心的是狄龙不甚流利的法语。之后，狄龙又出任艾森豪威尔政府时期主管经济事务的副国务卿，并自此声名鹊起。虽然狄龙出身富贵家庭，但他却是一个善于学习且非常注重细节之人（到1957年卸任巴黎职务时，他的基础法语已相当优秀）。所以，肯尼迪决定留用艾森豪威尔政府时期的这位内阁成员，一来有助于给予市场信心，二来也可以实现成立跨党派内阁的承诺。[注]肯尼迪和狄龙有很多相似之处：他们都是哈佛毕业生，都曾在第二次世界大战时担任海军军官，而且都是华尔街暴发户之子。[注]狄龙向这位尚未宣誓就职的总统表示，如果在某项重要政策上出现分歧，他会选择平静辞职。肯尼迪也非常清楚狄龙曾是尼克松竞选的主要捐助人。所以，这一选择也充分证明新政府需要一个具有投资银行经验的财政部长，以平息市场的忧虑。

狄龙的美元政策包括非常清楚的三个方面：第一，外国政府必须分担更多有关美国在欧洲驻军的费用；第二，美国必须更加积极地利用税收和管制措施支持本国货币；第三，向欧洲施压，避免它们将所持美元兑换为黄金。对于特里芬雄心勃勃的学术计划，狄龙最好的评价就是“这并不是很实用”。

1963—1964年，苏联和南非为市场提供了充裕的黄金供应，所以这

一策略在该时期还是取得了一定成效。但从1964年下半年开始，尤其是在戴高乐1965年的记者招待会之后，信心开始下滑。10个工业化国家（自称为“十国集团”）成立了一个委员会，以对体系改革的建议进行评估。但各国仅就改革的必要性达成了一致意见，而在其他方面，则纷争不断。法国建议发行票据请求权（paper claims），政府应将其视同为黄金。这实际上是为了提高黄金价格而做的一个努力，只不过是秘密操作的。密谋是在国际货币基金组织之外进行的，而在法国人看来，这是由盎格鲁–撒克逊人主导的。其他国家则建议改革国际货币基金组织，扩大各国从该组织借款的能力，以满足其获取额外储备的需求。

由于缺乏一致意见，所以也就无力采取行动。在1965年夏发布的十国集团报告中，结论是各国“存在一系列的行动意见”。

特别提款权

1965年4月，美国财政部助理部长亨利·福勒成为狄龙的继任者，出任美国财政部长。福勒的父亲是诺福克–西方铁路公司（Norfolk & Western Railway）的一名工程师，而他也是一个很容易相处的人。福勒自诩为乡村律师，喜欢与总统一起喝无醇饮料。不同于狄龙，他并不懂外语，而且也缺乏国际金融经验。起初，他并不习惯外国同行的礼节。有一次，他参加一个旨在将他介绍给欧洲人的国际会议，法国财政部长瓦勒里·季斯卡·德斯坦前往巴黎奥利机场接机，却无功而返。

福勒很快就有了明确的意见。对于黄金–美元体系能否持续下去，他是持怀疑态度的。对季斯卡以及其他欧洲人，他都表示出了愿意就国际货币改革举行会谈的意愿。之后的会谈是在两个轨道上进行的：一是通过另一个十国集团的研究小组进行，由德意志联邦银行副主席、务实的奥特玛·埃明格尔负责；一是通过国际货币基金组织执行委员会进

行。福勒暗示他愿意考虑创造一种新的储备资产。法国建议提高黄金的价格，但由于未能获得德国或其他欧洲国家的支持，所以它最后也只好同意。

1967年8月，财政部长最终达成一致意见，授权国际货币基金组织发行名为特别提款权的记账请求权（bookkeeping claims），用以补充黄金和美元储备。“特别提款权”原名称为“储备提款权”，后由于法国的坚持而更改，或许意在表明这一新单位是一种贷款而非货币。由于特别提款权是需要偿还的，所以法国一再要求其不能贬值。对此，埃明格尔等专家予以驳斥。“这有什么区别吗？”他问道，“斑马是一匹黑条白马还是一匹白条黑马？”

特别提款权是与黄金挂钩的，其价值相当于1美元。(注)这一新单位将按照一定比例分配给国际货币基金组织的各成员国，该比例与它们当前的借款权相关。在与其他政府和国际货币基金组织的交易中，一国政府必须接受这些记账请求权。通过定期发行特别提款权，国际货币基金组织现在可以为其他国家提供额外的储备，以支持其不断扩大的贸易和收支，但同时又不会增加美元的存量。财政部长福勒将这一协议视为个人的成功，并将其称为“国际货币事务领域自布雷顿森林会议以来最伟大和最重要的一次努力”。

这里也存在两个问题。第一，特别提款权并不是特别有用，因为它只用于政府间交易和与国际货币基金组织本身的交易。在与私人机构进行交易时，政府并不能使用特别提款权。第二，若国际货币基金组织发行特别提款权，则需各成员国85%以上的投票权同意。法国坚持写入这一条款，因为它认为，若非如此，则有可能出现过度流动性带来的危险。在法国看来，作为一个集团，欧洲在国际货币基金组织持有超过15%的投票权，所以这可以避免这种危险。而不同的国家基于不同的考虑，都不愿意支持大规模发行特别提款权。法国希望特别提款权的发行可以减少美元的压力，但不能减少美国削减对外赤字的压力。德国担心引发通货膨胀后果。发展中国家认为特别提款权应该分配给最需要的国

家，也就是它们自己。结果，关于创造特别提款权的协议条款的修正案直到1968年5月才正式达成一致意见，而特别提款权贷款安排直到1970年1月才开始运转。且不说特别提款权发行数量过少，其发行时间也已过晚。

贬值的多米诺骨牌

之所以说过晚，是因为英国长期的国际收支问题早已处于危急关头。1967年8月，各国就创造特别提款权达成协议，之后仅仅3个月，英镑就出现大幅贬值。英国的问题源于工资上调和阿拉伯–以色列战争。阿以战争导致苏伊士运河关闭，进而引发国际贸易混乱和油价上涨，与此同时，由于英国公开支持以色列，中东地区主要的石油出口国纷纷转移资金，抛售英镑。再加上长期以来英国工业部门缺乏竞争力，所以贬值已不可避免。

宣布英镑贬值之日是一个阴冷多雾的星期六，当时各市场都已经收盘。大多数英国人是通过垄断广播资源的BBC（英国广播公司）获得这一消息的。当时BBC正在播放由多丽丝·戴主演的惊悚老片《午夜蕾丝》（*Midnight Lace*），其间，以突发新闻的形式插播了英国货币贬值14%的消息。“我感到非常震惊。”福特汽车公司英国分公司董事长帕特里克·亨尼斯爵士对媒体说，“我曾告诉国外的商业朋友，这是不会发生的。”[注]

虽然现在英镑的重要性已经不及1931年，但它的贬值仍足以激起人们对美元的质疑。在戴高乐的另一次新闻发布会上，这位将军暗示英镑的贬值有可能导致美元下跌。之后，黄金价格迅速飙升。

为抑制黄金价格上涨，尚未退出“黄金池”的成员国在11月售出价值10亿美元的黄金，12月再次售出10亿美元的黄金。到3月，美国黄金每

日损失达5亿美元之巨。据报道，一家瑞士银行不得不扩建金库，以储藏如洪水般涌入的私人黄金。

万般无奈之下，美国财政部官员于3月14日（星期二）致电英国财政部官员，要求他们关闭伦敦黄金市场。英镑虽已不再是第一位阶的国际货币，但基于其早期的国际地位，伦敦仍是主要的黄金交易地。而关闭黄金市场需要女王发布公告。虽然当时已近午夜时分，首相哈罗德·威尔逊还是紧急赶往白金汉宫，请求伊丽莎白女王发布关闭市场的命令，并获首肯。

随后，美国召开紧急会议，与会国为尚未退出“黄金池”的成员国，即比利时、英国、德国、意大利和荷兰。法国不应为此感到冒犯，因为它早已退出了这一安排。但戴高乐还是觉得自尊心受到了伤害，以至于在伦敦黄金市场关闭之后，他仍维持巴黎交易所的正常交易，这显然是意有所指。

在经过两天的紧急磋商之后，美国和欧洲的官员就意大利央行行长圭多·卡尔利（Guido Carli）提出的关于建立“双层级”黄金市场的方案达成一致意见。卡尔利的建议很有分量。早在20多年前，刚刚30出头的他就曾代表意大利参加布雷顿森林会议，后又在国际货币基金组织执行委员会任职。在国内，他先后在对外贸易部、财政部和中央银行任职，因善于处理棘手问题而广受尊重。按照他所提出的这一巧妙计划，黄金交易将被分为市场层级（黄金价格自由浮动）和官方层级（各国央行之间以每盎司35美元的价格交易黄金）。基于此，现在中央银行也就不必在市场上投入实际资源以抑制黄金价格上涨了。由于黄金的官方价格仍维持在每盎司35美元，所以整个布雷顿森林体系仍保持正常运转。

约翰逊总统引述其财政部长一年前的评论，称赞双层级黄金市场的条款是“自布雷顿森林会议以来国际货币体系最重要的改革”[注]，尽管并不是所有人都对此看好。列昂尼德·勃列日涅夫就颇为欣喜地表示，这一决定意味着“美元贬值将拉开序幕”，而“资本主义体系有可能会陷入严重危机”。

其他人虽不像勃列日涅夫那样幸灾乐祸，但同样也对这一安排的可行性提出了质疑。在他们看来，各国政府可能会以每盎司35美元的价格从美国购买黄金，然后再以更高的价格在市场上出售。唯一可以阻止它们这样做的就是未知的恐惧。如果美国黄金储备遭遇挤兑，并导致黄金与美元之间的联系断裂，那么没有人知道美国会出台什么样的货币政策，也没有人知道接下来将会出现一个什么样的国际体系。

而后，已知的恐惧战胜未知的恐惧。1968年，理查德·尼克松（Richard Nixon）当选美国总统。之后，美国政策越来越呈现单边和通货膨胀倾向。尼克松认为没有理由与其他国家继续合作。相反，他试图操纵这一体系，以最大限度地发挥美国的优势，并将美国的外交政策从金融约束中解脱出来。他不再寻求通过协商解决问题，而是采用“威吓战术”，以确保其他国家持有美元。[注]尼克松挑选得克萨斯州前州长约翰·康纳利扮演“国际金融运动场上的打手”（康纳利语）。同肯尼迪任命狄龙一样，尼克松任命康纳利出任财政部长也打破了党派界限。康纳利是尼克松前任约翰逊的长期密友，也曾担任约翰逊总统竞选时的负责人，所以尼克松对他的任命颇出乎人们的意料。而在1968年的总统竞选中，为休伯特·汉弗莱助阵的康纳利曾帮助确认可能会为共和党候选人捐款的石油天然气大亨。

这一任命反映了总统对康纳利的高度欣赏，因为无论从哪一方面讲，康纳利都站在了尼克松的对立面。这位得克萨斯州前州长身材高大，仪表堂堂，波浪式的白发更增一份帅气。曾在学校担任过戏剧演员的他善于交流，且口才极佳。同所有演员一样，他也是一个喜欢自我宣传的人。在他看来，财政部将会成为他走向总统宝座的一个平台。

国际舞台要好于国内舞台，但国际金融并不是他的强项，对他来说，石油资产贬值减税待遇倒还好一些。1971年5月，康纳利拒绝在威尔伯·米尔斯执掌下的众议院筹款委员会（House Ways and Means Committee）做证，拒绝就慕尼黑国际货币会议发表支持意见，因为在他看来，在欧洲人的地盘上攻击欧洲人更能为自己赢得政治分数。他警

告说，“友谊的考量”已不足以让美国为欧洲听差。要解决美元问题，欧洲国家必须分担更多的美国防务费用，欧洲市场必须进一步对美国商品开放；如果它们不这样做，那么美国将会出台政策迫使它们这样做。

尼克松的国家安全事务助理亨利·基辛格私下警告说，康纳利的威吓战术有可能会引火上身。正如基辛格所料，6月，在国际清算银行（Bank for International Settlements）会议上，欧洲各国央行行长对康纳利讲话的论调和内容持一致反对意见。当冲突消息传到市场之后，美国财政部持续不断的黄金外流开始加速。8月13日，英国采取宜早不宜迟的策略，要求美国将其所持的部分美元兑换为黄金。这成为压倒骆驼的最后一根稻草。别无选择的美国只得暂停美元与黄金之间的兑换，并将责任归咎于“国际投机者”。为宣示美国的决心，尼克松将其装扮成一项“新经济计划”，并辅之以税收减免和为期90天的工资和价格冻结。此外，进口商品还将会被课以10%的附加税，以确保“美国商品不会因不公平的汇率而处于劣势”。换句话说，该附加税的目的是确保业已开始的汇率调整朝着有利于美国的方向发展。

投资顾问彼得·波恩斯坦指出，这一唐突的单边行动“并不是为了赢得朋友，甚至不是为了影响国外人士”。[注]特别是10%的附加税，让美国失去了所有的朋友，并将其他国家置于不利地位。在下一次召开的财政部长会议上，康纳利想知道欧洲人会怎样让步，以让美国下调附加税，但颇具戏剧性的是，他最终什么也没有听到。

战术是有效的。由于附加税的引入，在12月的史密森学会（Smithsonian Institution）会议上，美国取得了一套相当于美元大幅贬值的新汇率，其结果就是外国货币以一种与美国声誉不甚相符的方式被重新定值。尼克松称它为“世界历史上最重要的货币成就”，[注]这胜过了其前任在1968年时的称赞语。

虽然现在汇率已经有所不同，但体系还是原来的体系。其他货币仍与美元挂钩，唯一的区别就是现在美国财政部已不再随时准备将外国央行和政府所持的美元兑换为黄金。没有任何事情可以阻止美国制定其所

需要的政策，因而其货币与美元挂钩的国家自然会对前景充满忧虑。

危险转瞬而至。尼克松将其1960年总统竞选失败的原因归咎于美联储的紧缩货币政策，认为它造成了经济的低迷。随着1972年大选临近，他对美联储主席亚瑟·伯恩斯施压，要求加大货币供应量。“宁可导致通货膨胀。”尼克松在白宫召开的一次会议上对他指示说。[注]

伯恩斯并不习惯于接受这种主动提供的建议。他先前曾是哥伦比亚大学的资深教授，艾伦·格林斯潘就是他的学生之一。对于美联储施行的政策，他认为是合适的。[注]尼克松并不这样认为，他暗示自己有权在联邦储备委员会中“安插”自己的人马，就如同当年富兰克林·德拉诺·罗斯福试图在最高法院“安插”自己的人马一样，并安排查尔斯·寇尔森在合众国际新闻社（UPI）杜撰伯恩斯要求上调薪水的消息。[注]实际上，伯恩斯只是建议提高未来美联储主席的薪水，以便他们的待遇能够达到欧洲同行的水平，但报道出来的新闻却并非如此。之后，伯恩斯加大货币供应量，通货膨胀加速，美元所受的压力加大。

显然是该采取措施了。于是，另一个委员会成立，此即“二十国委员会”（在国际货币基金组织的20个国家分组中，每一个组出一名财政部长或央行行长）。该委员会旨在寻求美元与其他货币之间的汇率稳定。它的建议是设立一个“逆喻”体系——“固定但可调整的汇率”，但并未取得进展。1973年春，体系框架尚在磋商之中，新一波美元挤兑不期而至，在史密森学会上艰难达成的新汇率体系最终崩溃。

“二十国委员会”继续运转，直到一年之后才放弃各项研究工作。在此期间，一个很有意思的报告就是《技术组指标报告》，描述了如何用一套明确指标（国际储备的变化和贸易逆差或顺差）将“对称引入调整过程”。此举是为了让长期处于贸易顺差的国家做出调整，该案例中是指德国。这种讨论就好比是现在辩论以何种国际机制迫使中国升值人民币。所以，我们有必要回想一下早前无果而终的讨论。

出人意料的结果

贬值、进口附加税以及通货膨胀等无一可以强化美元的地位。“在世界范围内，美元已被认为是一种‘病态货币’。”伦纳德·西尔克在《纽约时报》一篇文章的引言中这样写道。不无讽刺意味的是，这篇文章的发表时间是1973年7月4日。“从最近一段时间来看，”《时代周刊》写道，“只有‘香蕉共和国’会在短短14个月内两次宣布货币贬值。”也有人勾画出了英镑的没落路线，并与美元相比较。“对于那些曾在20世纪60年代在英国生活过的人而言，”著名学者艾玛·罗斯柴尔德在《纽约时报》撰文说，“美元的没落就好比是回家。”在1971—1973年被重新定值的货币被视为是美元的重要竞争对手。人们普遍预测，美元将会失去国际交易主导货币的地位。换句话说，这是现代人经常听到的传统智慧。

人们预计，储备货币地位争夺战将会日趋激烈。1973年转向弹性汇率后，人们认为各国所需的储备将会减少。现在，由于实行了弹性汇率，所以在国际收支受到冲击后，一国可以对货币进行调整。无须通过持有其他国家的货币，中央银行即可干预外汇市场。

随之而来的却是一个出人意料的结果——实际上是两个结果。第一个结果是，各国对储备的需求并未下降。一系列研究表明，一国在转向弹性汇率后会持有同样乃至更多的储备。原因很简单：浮动汇率并不是自由浮动汇率。当一国认为汇率与其货币基本价值偏离太远时（各国会经常得出这样的结论），它就会采取干预措施，而干预则需要储备，由于贸易持续扩张，资本流动加速，所以它需要更多的储备。

第二个出人意料的结果就是，各国并没有放弃美元。在20世纪70年代，外汇储备中的美元份额虽有所减少，但并未出现明显下滑。1977年，在所有已确认的国际储备中，美元所占比例达到近80%，究其原因，一是美国大规模输出美元，二是欧佩克（石油输出国组织）提高油价，并将它们的收益存入纽约。注

强势美元政策

导致各国放弃美元的原因，与其说是20世纪70年代初钉住美元制的崩溃，还不如说是之后引发的通货膨胀和各国对美国货币政策变化无常的日益不安。在卡特政府时期，消费者价格通货膨胀一年高于一年，所以对各国来说，持有美元已不具有吸引力。1977年夏，美国财政部长迈克尔·布卢门撒尔表示美元过于强势，引起各国对美国意图的恐惧，因为这意味着这位财政部长是支持美元贬值的。

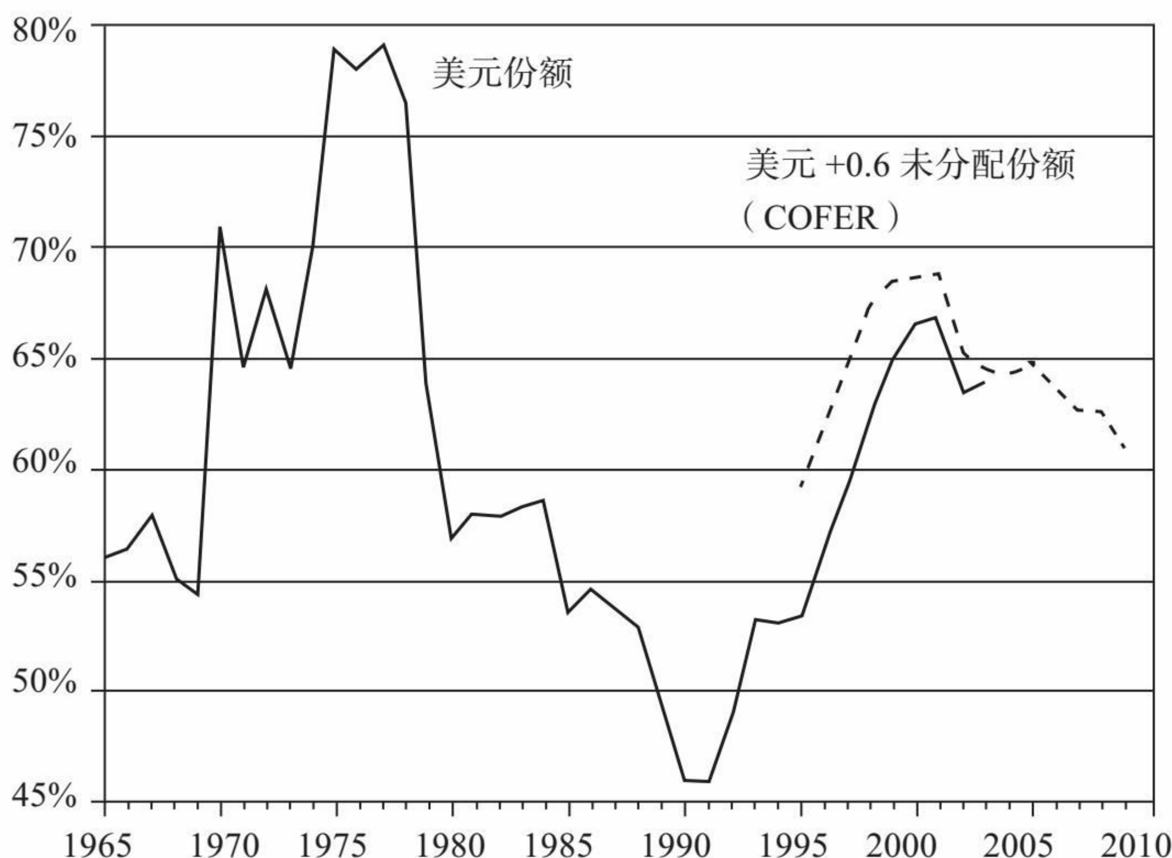


图2–1 美元在储备中所占份额

资料来源：国际货币基金组织年度报告、国际货币基金组织未公开数据、官方外汇储备货币构成（COFER）数据（2009年12月30日版）

在布卢门撒尔的“开口政策”导致美元下跌时，阿拉伯国家开始考虑

用另一种货币作为石油定价单位。这位变乖了的部长飞往中东，开展“安抚”工作。欧洲国家则愤怒不已，因为本国货币升值导致出口商大加抱怨。《法兰克福汇报》写道，布卢门撒尔正在玩一个“自私的、危险的、对世界经济毫不负责的游戏”。由于情势急剧恶化，且几近失控，布卢门撒尔只好宣布他相信强势美元政策。直到很久之后，才有美国财政部长再次发表如此无畏的——或者是鲁莽的——言论。

当时仍担任美联储主席的亚瑟·伯恩斯对布卢门撒尔试图贬值美元的举动大为恼火，以至于后者发动院外集团反对伯恩斯连任。就此一行动而言，布卢门撒尔是非常成功的：1978年3月，瘦弱、可爱的G.威廉·米勒接替伯恩斯出任美联储主席。米勒对货币政策并不十分了解。他是一名店主之子，生长在一个小得连一座监狱都没有的城镇；正如他所描述的，那里的犯人都是被拴在原木上的。他喜欢讲冷笑话，喜欢哈哈大笑。同时，他也是一个很有实力的人：他先后毕业于海岸警卫学院和加州大学伯克利分校法学院，将中型的纺织企业德事隆公司（Textron）打造成一个生产Homelite链锯、Speidel表带和贝尔UH-1直升机（越南战争中使用的“休伊”直升机）的巨型联合大企业。

米勒是少数族裔平等就业的坚定支持者，这或许可以解释为什么他会不遗余力地追求充分就业。在他看来，美联储的目标应该是追求就业增长，而非其他。他否认货币政策是抑制通货膨胀的有效手段。他坚持认为，反通货膨胀是其他政府部门的首要责任。1979年春，随着通货膨胀加速，观点迥异的经济学家，如以保守著称的顾问艾伦·格林斯潘和以自由闻名的布鲁金斯学会（Brookings Institution）研究员阿瑟·奥肯都呼吁紧缩银根。由于担心上调利率会压制就业增长，所以米勒拒绝采取紧缩措施。卡特总统经济顾问委员会主席布卢门撒尔和查尔斯·舒尔茨私下做过说服工作，但并未成功。于是，他们诉诸媒体，抱怨米勒无动于衷，之后总统出面，要求他们保持克制。

不出所料，美元恢复下跌趋势。由于外国货币大幅升值，美国驻欧洲部队的费用开支也成为问题。北约（NATO）司令官亚历山大·黑格将

军报告说，富有同情心的联邦德国人为他的士兵送来了食品和香烟，以示慰问。

对美国政策的抱怨日甚一日，国外美元持有者所受的损失也日趋严重。欧佩克再次讨论用另一种货币作为石油计价单位的可能性。沙特阿拉伯和该卡特尔组织的其他成员国宣称要将它们所持的美元储备转换为其他货币。由于这样做可能会导致美元进一步弱化，所以它们的讨论也引起了更多的担忧，因为其他国家有可能采取“先发制人”的策略，在美元崩溃之前率先转移储备，以免到时两手空空。

1978年底，各成员国考虑在国际货币基金组织创建一个替代账户，以便有序地将美元储备转换为特别提款权。但这一想法也存在一个问题，那就是如果美元贬值，谁将承担由此带来的损失。如果是由国际货币基金组织承担，那么建立这样一个账户，就相当于是将该组织部分成员国的损失转移到其他成员国身上，即从持有大量美元的成员国身上转移到持有少量美元的成员国身上。如果是由美国承担，那么它就需要保证该账户的安全（就如1967年英镑贬值后，英国曾被要求保证英镑区的储备安全一样）。如此一来，美国就将承担更多的额外责任。显然，这并不是美国所愿意做的。

1979年8月，保罗·沃尔克接替米勒出任美联储主席，并采取紧缩银根的政策强化美元，从而消弭了创建替代账户的支持声音。(注)作为尼克松政府时期主管国际货币事务的财政部部长助理，沃尔克已经经历过两次美元贬值事件，一是1971年布雷顿森林体系的崩溃，一是1973年史密森协议的破产。1973年，作为财政部引人注目的“特工”，他在5天内飞行31000英里，往返于东京、波恩和其他国家的首都，以拯救史密森协议，但无功而返。(注)身高6英尺7英寸的沃尔克甫至波恩街头就被德国媒体“捕获”，而他可能担负的秘密任务也由此被曝光。沃尔克无意监督另一次不成功的货币调整。自1952年就出入联邦储备系统的他，不仅在体格上与米勒迥异，在国内和国际金融知识储备上，也远胜于米勒。作为纽约联邦储备银行主席及联邦公开市场委员会（Federal Open Market

Committee）成员，他无视米勒的诉求，已两次投票支持上调利率。

对于卡特来说，现在他正不顾一切地支持美元，并全力抑制通货膨胀，所以沃尔克无疑是他要找的合适人选。保罗·沃尔克执掌的联邦公开市场委员会不失时机地提高了利率。[注]美元得以恢复，并使得替代账户的谈判趋于终止。但替代账户的建议已经触及问题的核心，那就是由谁来承担兑换风险。美国尤不愿意看到此类讨论继续下去，它担心其他国家会对其施压，要求其保证该账户中美元的安全。现在，创设替代账户的想法再次出现，而中国等国家则有可能将它们所持的美元兑换为特别提款权。

继续主导货币地位

美元并没有被抛弃。欧佩克讨论以一篮子货币作为石油定价单位，但并未付诸行动。各国银行和政府也并未积极地转向其他货币。[注]唯有伊朗例外。由于国内革命和人质危机事件，伊朗与美国之间的关系变得极为紧张，因而前者大大减少了其所持的美元储备。[注]1977—1980年，关于美元将失去超级特权的言论一度甚嚣尘上，但即便在此期间，美元在全球储备中所占份额下滑的主要原因，仍是美元贬值导致了其他国家货币的升值，而非各国央行抛售所持美元。在沃尔克执掌美联储之后，美元所占份额趋于稳定，美元开始走强。[注]

美元继续占据主导货币地位的事实令当时很多观察家感到诧异，但现在来看，这并没有什么值得惊讶的。美国仍是世界上最大的经济体。它仍是最主要的贸易国。它仍拥有最有深度的金融市场。美元的主要竞争对手德国马克，只不过是一个经济规模与美国相比仍相去甚远的经济体的货币。德国并不是一个金融证券供应大国，其政府预算一直处于平稳状态，而金融体系也是建立在银行基础之上的，所以对各国央行和其

他国外投资者并没有太大的吸引力。自20世纪70年代起，德国当局出台措施，规定向非常住人口出售国内固定收益证券时需主管部门预先核准。当局提高国外银行的存款准备金，以此限制可能导致通货膨胀的资本流入。1979年，当伊朗威胁将所持的美元储备转换为德国马克时，德意志联邦银行告诫其远离德国马克，究其原因，就在于担心资本流入会加大货币供应量，加剧通货膨胀。它已明确表示，它会不遗余力地阻止各国央行和政府储备德国马克。据德意志联邦银行的银行家表示，作为一个更大规模的经济体，美国可以为其他国家提供所需的国际储备，而“资本流的波动并不会损害其经济政策”。[注]

基于此，德国马克在国际舞台上并没有太多的吸引力。在整个20世纪80年代，德国马克在全球外汇储备中所占的份额并未超过15%。

各国也没有其他选择。英国有通货膨胀历史，而且经济增长乏力，再加上撒切尔夫人上台不久，其能否取得成功尚需拭目以待。法国遭遇低增长、高失业率和各种金融问题，因而对国际资本流采取了紧缩措施，进一步减少了法郎在国际舞台上的使用。[注]新的竞争对手是日本。在20世纪70年代，日元在全球储备中所占的份额出现上升。日本已经成为一个重要的贸易国，而且所有人都期望日元能够进一步走强。所有这些都强化了日元的地位，但日本债券市场的规模并不大。日元在全球储备中所占的份额，即便是在1991年顶峰时也不过只有8%。自1991年起，日本遭遇经济和金融危机，而日元作为储备和国际货币的重要性也随之下降。

1998年，国际货币基金组织经济学家乔治·塔维拉斯在调查后指出，尽管时下讨论由日元、德国马克和美元构成的三极世界，但美元仍是国际交易的主导货币。[注]石油是以美元计价的。其他商品是以美元报价的。在所有的国际银行贷款中，有2/3是以美元为货币单位结算的。在针对外国投资者而发行的国际债券中，有40%为美元债券。[注]在全部已确认的官方所持外汇中，美元仍占有超过60%的比例。美元占主导地位仍是无可辩驳的事实。

这一期间，还存在另外一种声音，那就是关于“新经济”和美国高涨的股市的讨论。一系列高科技创新的出现刚好为美国所用。关于美国将超过僵化的欧洲和低迷紧缩的日本的观点，进一步强化了各国对美元将会继续作为国际主导货币的信心。而不管有没有所谓的“新经济”，美元的主导地位与缺少替代品是密不可分的。美元之所以会成为占主导地位的国际货币，原因就在于它没有出现违约。

庆祝的时间是短暂的。时移世易，在主导世界整整70年后，美元第一次遇到了真正严重的挑战。

---

1. 不包括苏联集团，随着“冷战”的加剧，苏联集团越来越闭塞，而从国际货币关系的角度看，已经完全不相干。
2. 关于黄金的这一价格，是富兰克林·罗斯福总统于1934年确立下来的。美国在第二次世界大战后重申了对该价格的承诺，而在向国际货币基金组织申报美元的票面价值时，它也维持了这一承诺（见下文）。
3. 随着第二次世界大战的爆发，英镑区的大多数非英国成员都已放弃英镑。由此，成员身份也成为一个明确的法律地位问题，因为英国对整个英镑区国家集团实施全面的外汇管制。对外国人的限制并不适用于那些也承诺实施英国式外汇管控制度的国家，不过，它们要继续维持本国货币与英镑挂钩，并继续将国际储备存放在伦敦。这样做的目的很明确，就是维持英镑在战后的国际职能。
4. 准确来说，是价值63亿美元的英镑对价值30亿美元的美元，特里芬（1968）表2-2。
5. 截至1945年。数字2/3指的是英国的净境外英镑负债。
6. 美国谈判代表的担心是，他们的保留态度会让英国像20世纪30年代那样为英联邦国家和帝国成员提供商业优惠。
7. 虽然可兑换的仅限于新赚取的英镑，但重新计算现有余额并不难，这比1946年年中以来所赚的英镑多了一个数量级。
8. 英镑储备的价值略有下降，从64亿美元降至62亿美元。与此同时，美元储备的价值从30亿美元上升至104亿美元。
9. 这些方法现在听起来也颇令人不安。正如皮埃尔–亨利·西蒙在其著作《反对酷刑》（*Contre la Torture*）中所描述的，“12月3日下午，一些宪兵对前一天晚上抓捕的两名阿拉伯人施加酷刑，并邀请了部分士兵观看。这两名男子被脱得一丝不挂，双手反绑在背后，然后倒挂在空中；他们的头被长时间按在水桶里，以此获取口供”。
10. 这些都是自动出现的，因为按照政府法令，工资是与价格挂钩的。在这种情况下，

很明显，通过提高贸易品的价格来实现贬值，是无助于恢复一国的国际竞争力的。当然，同其他很多直观的事物一样，这也是理论文献研究的重要内容（比如，萨克斯，1980）。

11. 详见“黄金池”一节。

12. 德国上次经历重大国际收支问题是在1951年，当时朝鲜战争导致进口原材料价格飙升。临时的国外援助帮它解决了这一问题，此后贸易账户转向高顺差态势。

13. 它也禁止向外国的银行存款支付利息。这些措施是1960年6月实施的，并一直持续到1969年，而之所以采取这些措施，是因为当时德国面临来自美国的大规模的资本流入。

14. Craig （2004）, p. 39.

15. Skidelsky （2001）, p. 124.

16. 怀特也是一位苏联的同情者，看过其他人向苏联人传递的敏感信息，甚至他自己也传递过敏感信息。这并不是说怀特不忠于美国，相反，他一直努力为美国争取利益，包括与英国人举行的货币谈判。在他看来，苏联是战时对抗法西斯德国的最重要的盟友之一。

17. 这就是所谓的“稀缺货币条款”（Scarce Currency Clause），但从未被触发过。

18. 这里所提的16万亿美元，相当于2006—2010年全球进出口总额的一半。

19. 即按照配额提供基金资源。怀特及其同僚设想过一个名为“优尼塔斯”（unitas）的国际会计单位。之所以取这样一个名称，或许是为便于在国会兜售。但这只是一个用以表示稳定基金的资产与负债的会计单位，它从未成为真正意义上的国际货币。

20. 所以称为布雷顿森林体系。

21. 实际上，英美贷款协定早在1945年下半年就已经获得两国政府同意，但直到1946年年中才通过美国国会批准。

22. 例如麦金农（1996）.

23. 美国的美元兑换黄金的承诺，仅限于官方的外国持有者，也就是各国央行和政府。直到1963年，美国对这些央行和政府的负债才首次超过美国的货币黄金存量。这里存在一个套利空间，因为私人持有者可以将他们的美元“放入”他们的央行，这样一来，这些央行的压力就会加大，进而降低风险敞口（加伯，1993）。

24. Triffin （1947）.

25. 如果人民币成为重要的储备货币，那么对中国人民银行来说也是如此。

26. 在1913年之前，这个问题得到了解决。随着各经济体的增长，总体物价水平呈下降趋势。按照金本位制，名义价格是固定的，所以这相当于提升了黄金的实际价格，同时也鼓励了对黄金开采行业的投资，加大了黄金供给。对此，巴罗（1979）有过描述。在20世纪30年代，这样的机制也发挥过作用。当时，价格水平的大幅下跌刺激了黄金生

产，但同时也引发了严重的经济萧条。然而，现在世界各国政府和央行特别是美国政府和美联储，对通缩的其他影响（经济衰退和失业）保持着高度警惕，并不遗余力地阻止这类问题发生。因此，早前金本位制下那种可以确保货币黄金弹性供应的机制，已经失效了。

27. 对于该“黄金池”，美国贡献了50%的资源。法国、德国、意大利和英国各贡献了10%的资源，比利时、荷兰和瑞士各贡献了约3%。当黄金价格可能升至每盎司35美元以上时，它们就会动用这些集聚起来的资源，卖出黄金（同理，当黄金价格可能跌至每盎司35美元以下时，则被用于买入黄金）。

28. 苏联大规模出售黄金是因为粮食歉收，而南非则是因为国际收支失衡。

29. 这让人想起，为消除安全部门建制派的疑虑，奥巴马总统也留任了布什政府时期的国防部长罗伯特·盖茨。

30. 如迈耶（1980）指出。

31. 1974年，它被重新定义为一篮子货币。1981年又进行了界定（更多内容，见第五章）。

32. 这是对克拉克·H.米诺尔1931年所说的话的回应（第一章）。

33. Rueff （1971）, p. 155.

34. 如詹姆斯（1996）所述。

35. 波恩斯坦–麦考利公司（Bernstein-Macaulay, Inc.）董事长，援引《纽约时报》（1971年8月25日）

36. Meier （1974）, p. 182.

37. Reeves （2001）, p. 286.

38. 关于他的坚持，参见格雷德（1987），第342页。

39. 后来，皈依宗教的寇尔森专程到伯恩斯的办公室道歉（萨菲尔，1975，第495~496页）。

40. 可以说是美国在纽约“回收”了它们的收益。在当时的情况下，资金回流成美元似乎是不可避免的。国际货币基金组织的数据（金和弗兰克尔，2007）显示，美元在1973—1977年所占份额大幅增加，但这是以“未特别指出的货币”为代价的。有人认为，美元所占份额的提升，无须过分解读，只不过是有更多国家向国际货币基金组织表明了它们的国际储备中的货币构成。

41. 有人认为，这种转变并非巧合。有明显迹象表明，一个国家的政策会受持有其债务的其他大国影响。欧佩克威胁抛售美元，迫使卡特将重点放到对抗通胀上，并把人选从米勒转向了沃尔克（哈里斯，2009）。另见第六章。

42. “特工”一词援引《时代周刊》。

43. 甚至比卡特的预期还要高。这位佐治亚州人在1980年总统竞选中批评沃尔克的紧缩政策是“不明智的”。不过，这次竞选他最终输给了罗纳德·里根。

44. 当时还在国际清算银行担任经济学家的堀井昭成（后担任日本银行副行长）对该问题进行过最详细的研究。在对各国家集团的储备分布变化情况和统计学上的不一致性进行调整分析后，他得出结论：自1972年底至1979年底，美元储备并没有出现净多样化结果（霍瑞，1986）。

45. 沙特阿拉伯开始储备德国马克和日元，但在增幅中所占比例相对较小，如果持续增加该类货币储备，那么只会导致美元走弱。当前中国也面临类似的困境和问题。沙特阿拉伯购入德国马克和日元，在任何时候都会受到相关工具的可得性的限制。它的储备经理所购买的主要是非流通的政府债券，而德日两国央行发行的此类债券相当有限。

46. 这一稳定水平仅略低于20世纪60年代末期货币动荡之前的水平。

47. 引自《纽约时报》（1979年11月20日）。

48. 关于法国的问题与政策，更多内容见第三章。

49. Tavlas （1998）.

50. 1990年左右，日元占比达到13%，仅次于美元。

第三章

对抗

只要外国人没有其他选择，那么美元所面临的问题很难算得上是问题。如果他们缺乏一种代替品，正如布雷顿森林体系崩溃后他们所面临的困境一样，那么对美元前景的怀疑充其量也就只是怀疑而已。但自1999年以来，世界上出现了另外一种货币，它就是有可能成为美元主要竞争对手的欧元。欧元区并非没有问题，一系列事件已经表明了这一点，但美元也有自己的问题。如果欧元能经得起考验并能从危机中脱颖而出，那么在国际舞台上，它将会成为美元的重要替代品。

这一替代品的出现并非一朝之功。实际上，欧元的创造最早可以追溯到几世纪之前。15世纪，波希米亚国王波杰布拉迪的乔治建议建立一个拥有单一货币的欧洲联盟，以支持欧洲军队同土耳其人作战。拿破仑提议在法国的赞助下发行单一货币，以促进欧洲大陆的融合[注]（在法国人看来，只要创造出一种单一货币，那么法国就会拥有控制权。法国人的这种信心也是欧洲货币史上一个持久的主题）。在金本位制下，欧洲各国的货币实际上是可以相互兑换的，这种情况一直持续到1914年。[注]虽然第一次世界大战阻断了金本位的运转，但理查德·库敦豪维–卡勒吉伯爵也由此创建了泛欧洲联盟（Pan-European Union），旨在为以后建立欧洲联邦和欧洲货币做准备。在20世纪50年代和60年代，雅克·吕埃夫主张创造一种与黄金挂钩的欧洲货币，以作为美元的替代品，而这一货币同样也将由法国负责管理。

作为欧洲20世纪历史上最关键的事件，第二次世界大战对欧元的产生具有深远意义。在货币联盟谈判中扮演重要角色的人物，其观点都受

到了这次战争的影响。在他们看来，欧洲一体化可以阻止类似悲剧的发生。随着20世纪50年代联邦德国经济的复苏，他们看到，将德国锁定在欧洲甚至比建立货币联盟更为重要。1958年，锁定机构——欧洲经济共同体（EEC）成立，虽然这距离经济和政治联盟还很远，但却激发了更深层次的一体化谈判，不可避免地，单一欧洲货币成为重要议题。[注]而当这些记忆已经开始泛黄时，德国实现了统一，一体化再次被提上日程。若没有这段历史，想必法国不会放弃象征其显赫地位的法郎，而德国也不会放弃其深爱的德国马克。

这段历史也提醒我们，从根本上讲，欧元是一个政治工程。这是它的弱点，因为这解释了为什么欧元会在经济条件并不成熟的情况下被创造出来。但同时，这也是它的强项，因为这解释了为什么各成员国现在仍在努力为欧元创造条件，也解释了为什么欧元会从危机中脱颖而出，并变得比以前更加强大。

同样，如果美元没有出现问题，那么各国也不太可能转向欧元。当美元引发问题导致资金从美国流出时，这些资金并不会均等地流向所有欧洲市场。相反，它们主要会流向德国——欧洲最坚挺货币的大本营。德国马克对法郎升值，德国出口商失去的是竞争优势，而法国决策者失去的则是面子。考虑到美国规模过于庞大的金融市场，套用德意志联邦银行主席奥特玛·埃明格尔的话说，这就好比是“与一头大象同船或同床”。

美元的不稳定促使欧洲人考虑创造一种单一货币，以使其免于这些混乱的冲击。所以，美元的问题间接导致了欧元这一替代品的产生，而最终，欧元也成为国际舞台上美元的主要竞争对手。

如同创建联邦储备系统一样，创造欧元也并不只是为了免受不稳定的货币冲击，其背后的动机同样不止一个。20世纪90年代初，德国需要获得法国支持以实现国家统一，而作为对法国支持的补偿，德国同意建立货币联盟。之后，统一的德国希望获得更多的外交话语权，而要想实现这一点，就要进一步加快欧洲的一体化进程。对于法国来说，它希望

从德国中央银行那里获得货币控制权，掌握欧洲货币政策的话语权。秉承戴高乐主义传统的法国人也希望有一种能够挑战美元的欧洲货币。他们看重货币权力的原因和看重军事权力的原因是一样的。不论是在货币上还是在军事上，他们都希望能够减少对美国的依赖。欧元是他们的货币威慑力量。

“冷战”的结束大开便利之道。一直以来，法国都在寻求一种欧洲威慑力量和独立于美国之外的防御联盟。但只要苏联军队驻扎在柏林周围，联邦德国就要依靠美国的防务保护伞。联邦德国是一个“顺从的盟国”。[注]当美国要求它支持美元时，它就会遵命而行。而当法国提议创造一种欧洲替代品时，波恩就会犹豫不决。在“冷战”结束和苏联解体之后，这一切都发生了变化。我们可以想一想，在1945年美元成为世界主导货币之后的半个世纪，那是一种多么特殊的环境。

直到20世纪70年代，布雷顿森林体系才为欧洲提供了其所需要的货币稳定。依靠美元稳定，欧洲货币稳定了欧洲货币之间的汇率。在货币波动的情况下，完善共同市场——如欧洲在1968年采取的措施——将会更加困难。进口商和出口商将会发现他们的贸易陷入混乱。政府将会发现贸易壁垒更难以清除，而共同对外关税也更难以建立。

此外，政府还发现，以补贴方式“安抚”反对共同市场的农业组织越来越困难。欧洲生产效率较低的农场主将农产品共同市场视为威胁。他们的院外集团具有强大的实力，而他们的反对将会毁掉这一欧洲计划。当他们要求官方管制价格时，政府只得同意。但实际上，这并不是一个政府依靠自身力量就能够做到的。如果法国定的谷物价格高于共同市场，那么其他成员国的谷物就会如潮水般涌入。因此，各成员国同意按照共同农业政策协调它们的农业支持价格。但由于法国政府是用法郎定价的，德国政府是用德国马克定价的，而共同体的其他成员也都是用它们自己的货币定价的，所以无序的汇率波动将会破坏这一体系。布雷顿森林体系再次救场。因此，可以想见，迈向共同欧洲货币的最初步伐与布雷顿森林体系的消亡是同时发生的。

维尔纳报告

颇出人意料的是，这个动议是由联邦德国总理维利·勃兰特提出来的。曾做过店员的勃兰特出生在一个单亲家庭，由外祖父一手带大。他的外祖父是一名卡车司机，也是一个坚定的社会主义者。勃兰特继承他的政治理念，加入社会主义青年和社会主义工人党（Socialist Youth and Socialist Workers Party）。在非政治活动期间，勃兰特从事航运代理工作。随着纳粹上台，德国开始打击年轻的社会主义者，勃兰特利用自己的航运关系逃至挪威。1938年，在被德国当局剥夺了公民权之后，他申请了挪威国籍。1946年，勃兰特返回柏林，并开始参与政治活动。1949年，他开始为西柏林市长工作。1957，他当选该市市长，而该职位也成为他走向国内政坛的跳板：1964年出任社会民主党主席，1966年出任基督教民主党和社会民主党大联盟（Grand Coalition of Christian Democrats and Social Democrats）外长，1969年出任总理。

相对于货币事务，勃兰特更关心与苏联集团的关系。1961年柏林墙建立时，美国未采取任何措施，所以他感觉自己被美国出卖了。在他看来，德国的未来掌握在德国人自己手中，而一个关键的方面就是改善与东方集团和苏联之间的关系。作为总理，勃兰特的伟大成就包括与波兰和苏联举行互不侵犯条约谈判，以及与民主德国建立外交关系。

相比之下，经济并不是他所关心的事情。但在1968年作为外长期间，勃兰特对由美元引发的欧洲紧张局势曾有过近距离观察。他担心美元贬值会导致大量资本流入德国。资本的流入推高了德国马克。这又给早已岌岌可危的法郎带来更多的问题，再加上随处可见的街头抗议（“五月运动”），戴高乐政府已处于危机边缘。这位将军或许可以安全度过这一危机，但他拒绝实施货币贬值，认为贬值就是承认失败，这会让他尴尬不已，而且当时，他还一直在批评疲软的美元。对于其有可能被迫宣布贬值的想法，戴高乐斥之为“最荒谬的谬论”。他坚持认为，如

果问题能够得以解决，那么解决方案应该来自德国。

得益于经济部长卡尔·席勒和财政部长弗朗茨·约瑟夫·施特劳斯，德国政府坚持不升值，以免损害德国的出口业。席勒和施特劳斯不惜赌上自己的声誉，维持了对美元的现行汇率。在1968年11月召开的波恩工业国峰会上，各方争执不断，会议未达成一致意见。戴高乐实施外汇管控，这虽然赢得了时间，但却无助于解决问题。

这一僵局直到1969年乔治·蓬皮杜接替戴高乐出任总统后才被打破。与前任相比，蓬皮杜是一个更为务实的人。虽然名义上他也是一个戴高乐主义者，但他可以将货币贬值的责任推到这位将军身上。是年8月，他在法国大多数人（包括政治家、金融家和记者在内）都休假时宣布了货币贬值的消息。

与此同时，资本的流入引起了德国对通货膨胀的担心。这成为1969年9月选举的中心议题，社会民主党和自由民主党组阁，勃兰特出任总理。由于未承诺维持现行利率，所以新上台的勃兰特政府可以自由行动，并将货币升值作为首要措施之一。虽然德国出口商对此不满，但也并不是所有人都对此不满。他们将货币升值的责任推到法国身上，认为是法国人让他们吞下了这味苦药。作为欧洲核心的法德联盟已经开始出现嫌隙。

勃兰特亲身见证了这种嫌隙的产生。现在，他决意修补两国关系。他所选择的工具就是旨在避免出现更多货币问题的货币协议。

要推进该计划，勃兰特还需要克服多种障碍。价格稳定的监管者德意志联邦银行认为，与法国合作将会危及其抗击通货膨胀的能力。外交部警告说，欧洲境内的紧密合作有可能弱化跨大西洋货币合作的承诺。注关于德国应该扮演“顺从的盟国”的角色的观点仍有相当大的市场。在1968年11月尼克松当选总统后，美国政府的政策呈现出强烈的单边主义倾向，与美国人的合作变得更加困难。与此同时，深化欧洲共同体的呼声越来越高。

即便是普通法国人也不愿意放弃法郎。贬值是一件尴尬的事情，但国家主权更为重要，而且在国家主权中，法郎是一个强有力的象征。因此，一心追求稳定的政治家如瓦勒里·季斯卡·德斯坦（1962—1966年出任戴高乐政府时期的经济和财政部长，1969—1974年出任蓬皮杜政府时期的经济和财政部长）认为，与德国合作可以将法国的货币政策从国内政治中解脱出来。他们认为这是进口德国稳定文化的一种方式。季斯卡还认为，共同欧洲货币对于捍卫共同农业政策（该政策让法国农场主获益匪浅）来说具有重要意义，而且也可以成为美元强有力的竞争对手。注

蓬皮杜有着法国人一贯的自信。在他看来，如果勃兰特的动议最终能够产生一种单一欧洲货币，那么法国将会掌握该货币的控制权。他认为，现在的法国被夹在一个不负责任的、日益强大的德国和一个同样不负责任的、依然强大的美国中间。在1969年12月召开的欧洲国家峰会上，勃兰特提出了他的货币一体化建议，表示共同体应该“掌握自己的命运”。蓬皮杜暗示说，法国要重新掌握自己的命运，尤其是货币命运。注

就这样一个奇怪的联盟，能否就共同货币达成协议还要打一个大大的问号。有疑问，那就任命一个委员会，因此在峰会之外成立了一个由卢森堡首相皮埃尔·维尔纳（Pierre Werner）任主席的委员会。虽然卢森堡也并不是一个必然选择，但维尔纳却是一位富有经验的银行家，他参加过1944年的布雷顿森林会议，拥有无懈可击的声誉，曾在战时德国占领期间支持过抵抗运动。他是一位高效的政治家，也是欧洲一体化的热心倡导者。

1970年10月发布的维尔纳报告主张锁定汇率，且锁定后不得变动，以此保全共同市场，使欧洲免受美国货币问题的冲击。它建议在全欧洲设立一个类似于联邦储备系统的中央银行系统。它强调货币联盟内的各国家应就国家预算进行协调。它还希望设立一个政府间转移支付体系，以支持贫弱国家，这类似于美国用于资金再分配的联邦税和转移支付体

系。

雄心勃勃的计划注定会引起坚定的民族主义者的反对，因此维尔纳报告的作者展开了长篇论述，以消除各方疑虑。他们并未坚持用一种新的欧洲货币单位取代各国货币（后来的事实证明，这对于该项事业的推进起到了至关重要的作用），而是建议国家货币仍保留它们的象征性价值。他们避开了欧洲中央银行系统将如何运转、谁将拥有决策权，以及货币当局和政治家之间将保持何种关系等问题。在货币联盟问题上，他们并未期待速战速决，而是建议在10年内按三个步骤分步过渡完成。

维尔纳报告回避了欧洲共同货币政策将如何决定以及由谁决定的问题，这是一个致命弱点。德意志联邦银行主席卡尔·卡拉辛就利用了德国人的恐惧心理，指出共同货币政策将会为说法语的政治家所掌控，并将会成为通货膨胀的引擎。同时，这也引起了法国人的担忧，他们担心决策权可能会被从政治领域剥离，导致法国重新控制其货币命运的努力付诸东流。虽然欧洲经济和财政部长在1971年3月签署了维尔纳报告，但他们并未采取任何实施该计划的实际行动。该报告留下的一个遗产就是延长版的三步走过渡战略，最终锁定了各国货币间的交叉汇率。

贬值促进经济发展

由于源于美国的货币冲击仍在继续扩散，所以采取行动已迫在眉睫。在1971年的前4个月里，由于担心美元贬值，投资者再次将资金转移到德国。5月10日，资金如潮水般涌入德国，德意志联邦银行放弃干预措施，允许德国马克对美元升值。[注]与德国经济联系密切的荷兰也随之采取了相同的措施。

法国则不然。投资者对法国信心不足，因此它并未成为资本流的接受国。法国人被激怒了。德国采取单边行动，而德国马克的升值再次累

及法郎。蓬皮杜通告其他成员国，表示法国在当下情况未得到调整之前（在德国和荷兰恢复它们的固定评价之前），将不会参加中央银行行长委员会的会议。

修复措施刚刚开始，尼克松即于8月15日宣布暂停美元与黄金之间的兑换。[注]这再次引起投资者的担忧，使得法郎和德国马克之间的分歧进一步扩大。法国被迫采取行动。尼克松总统和蓬皮杜总统在葡萄牙亚速尔群岛的特塞拉岛举行会谈。就飞行工具而言，蓬皮杜乘坐的协和式飞机略胜一筹。之前，美国国会刚刚拒绝了尼克松提出的关于打造超音速运输机的建议，而协和式飞机恰好体现了法国的优势。

此外，两国总统还就政策问题进行了会谈。尼克松希望美元大幅贬值，以促进美国经济的发展，但蓬皮杜担心此举将会进一步削弱欧洲的竞争力。法国缺乏金融杠杆，但蓬皮杜这位前银行家和教师可以详细讲解汇率问题，而尼克松这位美国总统对此则毫无兴趣。你可以想象，在听蓬皮杜无休止地讲解货币关系时，一脸不耐烦的尼克松捶胸顿足的样子。

最终，两位总统达成了美元应贬值7.9%的协议，这与美国所希望的贬值幅度还有一定差距。在会谈结束后的新闻发布会上，疲惫不堪的尼克松错误连连。在为期两天的会谈中，他一直通过美军电台熬夜收听国家橄榄球联盟（NFL）华盛顿红皮队和洛杉矶公羊队的比赛。蓬皮杜则显得意气风发，在新闻发布会结束后，他去了该镇唯一的酒店——安哥拉酒店，喝起了开胃酒，并同记者打成一片。[注]

12月17日、18日，其他国家在史密森学会的城堡大楼召开会议。它们的协议取决于德国的意愿，即德国马克对美元的升值是否会超过尼克松和蓬皮杜达成的7.9%的幅度。如德国马克较美元升值7.9%以上，那么经济较弱的国家就可以减少一些升值幅度。在与波恩的勃兰特进行了密集的电话沟通之后，经济部长席勒同意将德国马克升值14%。这是这个“顺从的盟国”所采取的最后一次“顺从”行动。

捍卫布雷顿森林体系的代价是高昂的。在货币浮动之前，德国和荷兰已经积累数量庞大的美元，所以美元的贬值会让它们遭受巨大损失。由于看不到美国政策的任何实质性变化，所以它们并不愿意再次支持美国。因此，在史密森学会上，它们坚持将布雷顿森林体系中有关允许货币汇率上下浮动1个百分点的规定改为上下浮动2.25个百分点。[注]

这一更为灵活的安排方案虽然缓解了买入美元的压力，但却导致了其他一些问题。如果德国马克上升整整2.25个百分点，而美元下浮2.25个百分点，且法郎与德国马克和美元的运动方向相反，那么德国马克与法郎的比率就会变为9个百分点，这不仅破坏共同农业政策，而且还会给德国制造商造成麻烦。1972年，迫于尼克松的压力，亚瑟·伯恩斯宣布下调利率，从而使得上述危险转变为现实。[注]利率下调导致美元进一步弱化，资本再次流入德国。该是采取措施的时候了。1972年3月，欧洲国家同意降低彼此之间的双边汇率。飘忽不定的美国政策再次促使欧洲在货币领域进行合作。

这一新体系是一种以德国马克为中心的安排。欧洲经济共同体（EEC）的6个成员国、3个候选成员国（丹麦、冰岛和英国）和挪威参加了会议（就挪威的参与而言，这或许有助于勃兰特讲挪威语）。[注]与会国家达成一致意见，同意在史密森宽汇率区间内设立一个窄汇率区间。这一安排被称为“洞中的蛇”，暗指一条欧洲蛇在史密森洞中蜿蜒前行。当1973年史密森洞坍塌，美元开始浮动时，“洞中的蛇”变成了“湖中的蛇”。高度开放的经济体比利时和卢森堡更倾向于一种更窄的汇率变动区间，它们的安排被称为“蠕虫”，一条在蛇的胃部蜿蜒前行的蠕虫。

仅仅有将汇率保持在窄变动区间的愿望是不够的，货币和财政政策必须实施到位。当投机者投机某一货币时，中央银行必须予以支持，而这种支持不仅来自强货币国家，也来自弱货币国家。虽然欧洲表明了合作的意愿，但在建立蛇形浮动汇率时，这些前提条件并未安排到位。各国仍在执行各自的财政和货币政策。很快，丹麦和英国就被逐出了这一

安排。(注) 1973年初，美国决定美元再次贬值10%，此举给欧洲的弱货币国家带来了沉重压力，迫使意大利退出这一安排。

深化欧洲一体化

1973年3月，各种迹象表明美国已决定放弃稳定美元。爱德华·希思——其作为首相最重要的成就就是带领英国加入了欧洲经济共同体——前往波恩就该问题与德国进行磋商。由于英镑刚被逐出蛇形浮动汇率安排，所以希思请求德国帮助解决货币问题，并将这种帮助描绘为“欧洲共同反应”。他认为德国会动用其美元储备支持英镑。

勃兰特的反应是，希思应让英镑重新加入蛇形浮动汇率安排，并承诺稳定英镑与其他欧洲货币之间的稳定关系。这一要求使得双方的谈判陷入僵局。希思及其顾问并不愿意就汇率问题做出承诺，因为过去也曾有过类似的承诺，但由于缺乏德国的无限支持，所以往往无法兑现，并最终导致英国政府下台。(注) 勃兰特及其财政部长赫尔穆特·施密特也不愿意为英镑提供无限支持，担心这样做会强化英国的通货膨胀政策。对于两国来说，这种特殊的僵局并不是最后一次出现。

1973年3月，美元开始浮动。蛇形体系中的剩余成员同意货币浮动以共同应对美元冲击。由于在“储备池”以及更广泛意义的政策立场上缺乏相关协议，所以该体系实际是由德国领导的。德意志联邦银行设定利率水平，而其他中央银行紧随其后。但由于德意志联邦银行是向一个方向使力，而各国政府向另一个方向使力，所以紧张局势一触即发。1973年，在商品价格通货膨胀上涨时，德意志联邦银行采取了紧缩措施。法国极不情愿地跟进，遭遇资本外流，并迫使其于1974年退出蛇形体系。1975年，它重新加入，并于1976年再次退出。不管是退出还是加入，法国都指责德国的政策不符合一个更广阔的欧洲的要求，换句话说，也就

是不符合法国的要求。而德国则指责法国出尔反尔。

所有这些都让欧洲一体化的捍卫者感到沮丧，因为在他们看来，蛇形体系原本是迈向货币联盟的一个步骤。由于勃兰特的私人顾问被曝出是民主德国间谍，前财政部长赫尔穆特·施密特于1974年底接替勃兰特出任德国总理。施密特是一个坚定的欧洲主义者，而且有着广阔的经济学背景。他拥有经济学的学位，而且大学毕业后就在汉堡经济政策部门工作。他现在将货币稳定协议视为深化欧洲一体化的路径。此外，他还将该协议视为降低德国经济和金融主导力的方式，因为这种主导已引起了其他欧洲国家的不悦。施密特可以将汇率协议兜售给德国出口商，以免其因德国马克升值而进一步削弱竞争力。问题是，他能不能将这样一个协议兜售给德意志联邦银行。

1974年，法国总统蓬皮杜因淋巴癌突然去世，瓦勒里·季斯卡·德斯坦接任总统一职。季斯卡是一个现代化主义者。在当选总统当晚，他用英语和法语分别表达了对其竞争对手、社会主义者弗朗索瓦·密特朗的敬意，震惊政界。他要求参加其就职典礼的男性宾客着西装而非传统的条纹裤，而在抵达爱丽舍宫时，他检阅的是一支特别行动部队，而非佩戴银色头盔的共和国卫队。

季斯卡希望在货币事务中也注入一种类似的实用主义。在两届总统任期内，季斯卡已经见证了三次令人尴尬的法郎贬值事件。他将汇率协议视为法国实现稳定的方式，同时也希望以此增加法国在欧洲货币事务中的话语权。季斯卡出生在德国——他的父亲是第一次世界大战后莱茵兰法国占领区的行政官员，但在法国长大，从小就对法德冲突和恶性通货膨胀耳熟能详。同施密特一样，不论是在智力还是情感上，他都致力于实现欧洲的一体化。仅此一次，欧洲的货币命运被同时掌握在两个坚定的欧洲主义者手中，也被同时掌握在两位熟谙经济的前财政部长手中。

委员会的阻挠

问题是何时采取行动。颇受争议的英国政治家、1977年出任欧洲经济共同体原始执行分支欧洲委员会主席的罗伊·詹金斯提供了一个机会。詹姆斯·卡拉汉的工党政府已将詹金斯贬至布鲁塞尔，因为他所主张的欧洲一体化与工党后座议员的主张相左，而且奢华的生活方式与一个社会主义者的身份也不相符。在那里，詹金斯完全折服于担任该委员会顾问的国际货币经济学家、比利时人罗伯特·特里芬。[注] 1977年底，在位于佛罗伦萨的欧洲大学学院（European University Institute）演讲时，詹金斯提出重新启动欧洲货币联盟的谈判。与维尔纳报告相呼应，他建议扩大欧洲经济共同体的预算，为那些难以适应严格的德国式货币政策的国家提供支持，当然这也包括他的祖国英国。

虽然詹金斯的想法在伦敦遭到冷遇，但却为施密特和季斯卡提供了一个机会。[注] 这是美元的另一个疲软期，从美国流入德国的资本再次推高了德国马克，并削弱了德国的出口竞争力。对施密特来说，这是一个“美元灾祸”。[注]在1978年1月中旬至2月中旬期间，德意志联邦银行在外汇市场投入17亿德国马克，以限制货币升值。但这一努力并未取得成果。法国、意大利和英国都已离开蛇形体系，已经没有更大的欧洲货币集团可以分担压力。德国马克只得独立承担。

欧洲各国政府在1978年4月召开的哥本哈根会议上做出反应，并一如既往地成立了一个委员会。在接下来的几个月里，该委员会召开了5次会议，但并未取得大的进展。

到6月时，季斯卡和施密特已经完全失去耐心。他们将起草计划的责任委托给联邦总理办公室的霍斯特·舒尔曼和以总统私人代表身份出现的法兰西银行行长伯纳德·克拉皮耶。英国也被邀请参与，这样，该动议就会成为欧洲三大国合力而为。在发现无力扭转舒尔曼和克拉皮耶雄心勃勃的计划之后，英国代表不再参加他们的会议，但也仅仅是不参

加而已。

舒尔曼和克拉皮耶的计划既没有受到英国人的阻挠，也没有受到所在国财政部长的干扰，因为这些人都没有公开自己的想法，比如克拉皮耶的德国同行、德意志联邦银行主席的奥特玛·埃明格尔。1978年7月，舒尔曼和克拉皮耶设计的蓝图正式公布，这就是季斯卡–施密特动议。依据该动议，仿照蛇形体系，新的汇率变动区间设定为2.25个百分点。[注] 为避免成为另一个德国主导的体系，汇率变动区间以一篮子欧洲货币为基准。触发机制将会迫使强货币国家放宽货币条件，弱货币国家收紧货币条件。中央银行有责任采取干预措施，以确保货币汇率保持在变动区间。两年后，建立欧洲货币基金，用以管理成员国的“储备池”。在将来的某一天，过渡为货币联盟。

7月底，德国政府遭遇紧急事件：卡特政府施压，要求其扩大需求，减少德国的贸易顺差。对于一个向来以低通货膨胀著称的国家来说，这种压力显然是不受欢迎的。施密特之前就不是很喜欢卡特，因为这位美国总统总是对他这个总理直呼其名，以示亲切。而现在，他更不喜欢他了。

施密特和季斯卡的建议并不完全适合英国政府的意愿，所以对于克拉皮耶和舒尔曼雄心勃勃的计划，英国拒绝参加也就不足为奇了。但生米已经煮成熟饭，英国现在着眼于延期参与。如果这样做就可以取得进展，那么施密特和季斯卡自然乐于同意。

施密特和季斯卡的建议也不对德意志联邦银行的胃口。按照触发机制，若德意志联邦银行采取扩张措施，那么其抗击通货膨胀的能力就会受到限制。如果采取干预措施支持弱货币，那么其他国家就会肆无忌惮地出台不负责任的政策。“汇集”储备会危及德意志联邦银行法赋予它的神圣的独立性。对此计划并不感冒的埃明格尔出其不意地发起最后一击。但施密特是欧洲一体化的坚定信仰者，第二次世界大战期间，他曾在东线战场作战，1945年成为英军战俘，并被羁押3个月之久。为说服德意志联邦银行，他以联邦德国政府首脑首次访问这家以独立闻名的中

央银行，并在德意志银行理事会上发表了激情演讲。施密特谈及奥斯威辛和第二次世界大战，并将这一新协议描述为战后和解的拱顶石。

对于他的煽情讲话，理事会委员很难保持不动容，而他们所能做的就是要求让步。他们坚持要求放弃触发机制，容忍不再讨论“储备池”，赞成不再讨论以一篮子货币代替德国马克作为该体系的中枢，强调不再讨论货币联盟，要求从无限干预的责任中退出。[注]

联邦德国政府在关键点上做出让步。经济部长奥托·冯·拉姆斯多夫在联邦下议院表示：“德意志联邦银行有干预的责任，而如果它认为不能干预，那么它有不干预的选择。”[注]

对于总理施密特来说，这算不上是一个悲哀的消息。他可以以此拒绝法国更激进的建议，告诉法国人说他个人是支持他们的，但德意志联邦银行阻止他采取行动。

不稳定的欧洲货币体系

如此一来，一个缺乏触发机制或明确干预责任的欧洲货币体系（EMS）开始运行。它的运行组件——汇率机制（ERM）——更像是蛇形体系，其主要区别在于，当竞争力问题增加时，各国是在该机制内调整它们的货币的，而不是放弃这一机制。第一次“重新调整”发生在1979年9月，当时该体系刚刚运行6个月，各国货币较德国马克贬值2%。[注]在接下来的4年里，还有5次“重新调整”，其中最严重的三次调整分别发生在1981年、1982年和1983年，均涉及法郎贬值。

对于1981年击败季斯卡出任法国总统的弗朗索瓦·密特朗来说，这显然是一个难题。名义上，密特朗是一个社会主义者和欧洲主义者，但原则立场并不是他的优点。密特朗于1916年出生在法国科涅克镇附近一

个村庄的天主教家庭。第二次世界大战爆发后，年轻的密特朗应征入伍，加入法国军队，并很快被派至马其诺防线。1940年6月，他在该防线遭德国火炮榴霰弹袭击，受伤后被俘。他后来表示，他在监狱期间与一群共产主义者成为朋友，并由此转向左翼思想。但在经过三次努力并最终成功从战俘集中营逃脱之后，密特朗从侏罗山区偷偷进入维希政府控制的法国南部地区，并在卖国的维希政府中谋得差事，成为一名公务员。而后，他于1943年加入抵抗运动，组织战俘团体反对纳粹对法国的占领。这种类似的矛盾性格在他的晚年生活中表现得尤为明显。漠然处之而又诉诸理性，即便是密特朗的亲密顾问，也难以解读他的动机。作为总统，他总是定期改变方向，以利于问题的解决。

1981年，在经过三次努力并最终成功当选法国总统之后（逃离德国战俘集中营也是尝试了三次才最终成功，所以他经常将两者比较），密特朗发誓要“与资本主义决裂”。他将银行和5家大型工业公司收归国有。他加大社会开支，提高最低工资，并缩短周工作时间。结果需求旺盛，通货膨胀高涨。如此一来，法郎自然会承受重压。

法国在1981年10月和1982年6月，先后进行了两次“重新调整”。但“重新调整”的谈判却是艰难的：一是要调整各货币与德国马克之间的汇率，二是要调整各货币之间的汇率。对于一个致力于建立经济信誉的左翼政府来说，这一过程无疑是令人尴尬的。

由于法国当局一直猛按经济加速器，即便是在两次贬值之后，资本仍继续外流。到1983年初，形势再次出现严重恶化。3月，密特朗考虑退出欧洲货币体系，以避免出现进一步的尴尬。这样做虽然可以避免与德国进行货币谈判，但并不会拯救法郎，也不会撕去密特朗身上的货币贬值者标签，甚至连法国政府的经济扩张政策也难以为继，因为此举将会让法郎失去一个真正的信誉来源。

对此，银行家、经济学家、密特朗的经济和财政部长雅克·德洛尔进行了明确解释。基于战时的亲身体验——年轻时的他生活在法国南部的德占区，他最好的朋友曾被派至奥斯威辛为抵抗运动传递情报——德

洛尔是倾向于欧洲一体化的。受家庭背景影响，他将货币一体化视为实现欧洲一体化的方式之一。德洛尔的父亲曾是法兰西银行的信差。第二次世界大战后，儿子追随父亲的步伐，在19岁时加入这家中央银行。

尽管担任工会官员、国家计划委员会成员、欧洲议会委员，但德洛尔并未失去其作为一名简朴的技术官僚央行行长的本色。虽然名义上是一个社会主义者，但他坚持的却是中左路线，与很多同僚相比，他并不是很相信政府拥有可战胜市场的能力。此外，与他的很多社会主义者同僚相比，他更倾向于欧洲一体化，担心政府以牺牲法郎稳定为代价的积极的需求刺激计划会危及欧洲计划。德洛尔也由此被称为“严谨使徒”。

这位使徒发出了警报。他警告说，退出汇率机制将会粉碎法国主导欧洲一体化的雄心。密特朗向来都不是坚守社会主义原则之人，他接受了德洛尔的建议，削减开支，并在汇率机制框架内进行了最后一次贬值，以促进外部需求。

这最后一步需要德国的合作，但德国却表现得犹豫不决。它的经济刚刚从20世纪80年代初的衰退中复苏过来，而升值德国马克无助于经济的恢复。

球被完全踢到了保守的基督教民主党人、1982年出任总理的赫尔穆特·科尔的半场。科尔是一位与众不同的联邦德国领导人。他是这个联邦共和国第一位不讲英语的总理；是第一位因年龄过小而未真正参与第二次世界大战的总理，或者，同勃兰特一样，只能逃离，但这场战争对于他对欧洲的态度产生了重大影响。[注]喜欢交际的科尔并没有显赫的背景，他的父亲是一名基层的政府公职人员，年轻的赫尔穆特养过兔子，为自己赚取零用钱，而这也让很多人低估了他的能力。但最终，他却成为联邦德国历史上任期最长的一任总理。科尔有着顽强的意志和坚韧不拔的毅力——这一点他的妻子更为了解，因为在追求她期间，他曾向她发出了超过2000封求爱信。在他所坚持的事情中，追求欧洲一体化就是其中之一。

科尔虽然没有深厚的经济学背景，但他却非常清楚，若政府施压要求德国马克升值，那么刚刚复苏的经济就会陷入困顿。但作为一位坚定的欧洲主义者，他并不愿意承担共同体这一新建货币体系崩溃的责任。而在法国边境莱茵兰–巴拉丁长大的科尔，天生就对法国人有着一种同情心。

同科尔一样，密特朗对经济也不是很了解，但他了解德国，并认识到威胁退出欧洲货币体系会引起德国的关注。在3月的第三个周末，德洛尔在波恩会议上再次威胁退出欧洲货币体系。在这次会议上，他“威胁、动怒并大发脾气”，舞台效果丝毫不亚于约翰·康纳利的表演。“对于一个傲慢的、不通人情的民族，我又能够指望什么呢？”他说，暗指德国不愿意德国马克升值。[注]基于这一舞台表演，德国人最终屈服。科尔指示财政部长杰哈特·斯托登伯使德国马克升值，调整其与欧洲货币体系框架内其他货币的汇率，限制法郎对体系框架内货币的下行运动，为法国人保存了颜面。

在取得了促进出口的外部竞争力之后，巴黎现在可以削减开支而无须担心引发大规模的经济衰退了。失业率虽然上升，但还不足以危害这个社会主义政府。而随着预算趋于平衡，法郎得以稳定。欧洲货币体系进入了一个平静期，虽然这其中有汇率的重新调整，但却未发生危机。在经历了这次货币冒险政策之后，欧洲终于可以重新回到正题了。

同一个市场，同一种货币

这一结果提升了密特朗、科尔和德洛尔的地位，而在下一阶段的欧洲一体化进程中，三人都发挥了关键的作用。德洛尔掌管了政府的预算职责，继续负责法国的经济和财政。后来，在法国和德国的支持下，他成为欧洲委员会的主席。德洛尔在1983年的舞台表演或许会让科尔政府

感到震惊，但它依然对此欣赏有加，因为正是此人让密特朗认识到了货币稳定的极端重要性。

之后，德洛尔又于1986年发起单一市场计划，并于1988年重启货币联盟计划。建立单一市场，即商品、资本和劳动力的欧洲大市场，是为了重振20世纪80年代初陷入停滞的一体化进程。而货币联盟，在他看来是欧洲“皇冠上的宝石”。深受法国长期传统的影响，他也将创造一种与美元并驾齐驱的欧洲储备货币视为这一进程的重要成就之一。在《单一市场法案》中，他成功地将货币统一写入其中，但并未给出一个最终期限——法案只是提及“稳步实现”货币联盟。

对于法国领导人来说，这预示着有朝一日他们会取得欧洲货币的主导权。20世纪80年代中期法郎的再次走弱进一步提升了他们的热情。法国人将他们的困难归咎于从1985年底开始的美元贬值，因为这导致了德国马克走强。所以，法郎走弱并不是法国人自己的错。如此一来，将法国人从美元主导的国际体系暴政中解脱出来的呼声越来越高。

对于单一市场，科尔政府全力支持，因为这会给予德国出口商更好的市场准入条件，但对于货币联盟，它却表现得颇为谨慎。这位总理表示，他是支持货币联盟的，但他也提醒密特朗，若无丰厚回报，德国人是不会放弃他们宝贵的德国马克的。科尔这样讲的目的，或许是暗示更进一步的政治一体化，提升欧洲（这自然包括德国）在外交舞台的话语权。或许，他心怀一种期待，希望有朝一日能够实现德国统一。

科尔支持单一市场但不愿对货币联盟做出承诺。英国首相玛格丽特·撒切尔也持同样立场，她将单一市场视为减少管制的杠杆，但将货币联盟视为高卢人的统治阴谋。由于部分高级顾问的反对，她并未让英镑加入汇率机制。

无论是科尔还是撒切尔都无法阻止狡猾的德洛尔。从单一市场到货币联盟，德洛尔都得到了巴黎的支持。对于遵从德国货币指示的现状，法国的不满日趋强烈，而其他弱货币国家如意大利也是如此。

德洛尔后来又出人意料地得到了德国外交部的支持。1988年2月，德国外长汉斯–迪特里希·根舍撰写了一份有关欧洲中央银行的备忘录。从传统上讲，德国外交部是非常重视与美国的防务联盟关系的。根舍在备忘录中暗示，苏联的日益衰落已经改变德国外交的重点。根舍本身是一个坚定的欧洲主义者。在他看来，设立欧洲中央银行既是迈向政治一体化的下一个逻辑步骤，也是将德国外交政策从历史桎梏中解脱出来的下一个逻辑步骤。此外，他还强调，通过欧洲中央银行来管理一种单一货币可以减少欧洲对美元的依赖，而对于法国人来说，这一论断显然是很有吸引力的。

主管经济政策的官员，如财政部长斯托登伯和德意志联邦银行主席卡尔·奥托·波尔（Karl Otto Pöhl）对此惊讶不已。但面对一个坚实的国际联盟，他们无力阻止以德洛尔为首的专家委员会的成立，而计划也由此得以起草。

货币联盟的过渡

1988年春，各方决定成立德洛尔委员会。一年后，该委员会发布报告，描绘了一个“三步走”的货币联盟过渡计划，但该计划有别于20年前维尔纳报告中的“三步走”计划。

与维尔纳报告相比，德洛尔报告强调了授予新设立货币机构价格稳定权的重要性。它对于设立欧洲中央银行的必要性和建立参与国“储备池”的必要性进行了明确阐述。为消除撒切尔夫人式的怀疑论，报告并未坚持要求实现政治一体化，虽然德洛尔等人希望在实现货币一体化后推进政治一体化。它并未支持更大规模的欧洲经济共同体预算，也未支持统一联盟体系内的税收和转移，或其他有关国家财政权的折中方案，因为这些建议曾导致了维尔纳报告的失败。虽然这些妥协只是政治上的

权宜之计，但随着时间的流逝，它们将会发展成为货币联盟的严重问题，而这些问题将会限制欧元与美元竞争的能力。[注]

关键条款是中央银行的独立性，在这一点上，德国是支持的，而法国则是反对的，因为从传统上讲，中央银行是归于该国管辖的。[注]基于20世纪80年代的货币问题，密特朗已经不再坚持法国的这一传统立场。德洛尔成功说服密特朗，指出汇率机制对法国是有益的，而密特朗也乐见一个不涉及政治的货币政策。按照德国人的观点，德洛尔委员会成员同意在经济收敛度达到一定程度后再过渡为货币联盟，而这也就对参与的国家设置了先决条件。德洛尔反对这些条款，担心这些先决条件可能会把“错误的国家”（法国）排除在外，但面对德国人的否决权，他被迫做出让步。

在做出这些妥协之后，德洛尔委员会最终定稿。1989年6月，欧洲各国政府在其举行的峰会上签字，但并不是所有人都对此信服。各种不同观点充斥在德意志联邦银行的走廊里，从怀疑到完全敌视，不一而足。德意志联邦银行主席波尔及其同僚深信他们是正确的。在他们看来，若一个政府建议德国人为一种欧洲货币而放弃可靠的德国马克，那么这无异于政治自杀。

此时，这一进程几乎再次陷入停顿。事后看来，阻止该进程进展的事件是显而易见的：“冷战”的结束。欧洲各国政府决定在1989年12月就货币联盟的法律约束性协议举行谈判，此时距离柏林墙倒塌和科尔宣布德国统一的“十点计划”已经过去一个多月。德国的国土、人口和经济实力都有大举扩张之势，将其锁定在欧洲则变得更为紧迫。而深化欧洲联盟——在这一进程中，货币统一是下一个举措——是将德国锁定在欧洲的一个逻辑步骤。在柏林墙倒塌前不久，密特朗和怀疑论者玛格丽特·撒切尔在英国首相乡间别墅契克斯进行了会晤，前者向后者阐明了这一理由。[注]

德国经济和货币的正式统一需要第二次世界大战后4个占领国的同意：美国、法国、英国和苏联。孱弱的苏联已经没有抗拒的实力。它的

力量仅限于达成一项协议，确保苏联在占领期间取得的民主德国财产不会被返还至前所有者。而一旦莫斯科同意德国统一，那么法国也就不能再横加阻拦。但这种不确定性却持续了相当长的时间，密特朗足以利用这段时间来威胁根舍，表示他有可能与撒切尔夫人和戈尔巴乔夫结盟，尽一切可能阻止德国统一。这足以让波恩同意巴黎的要求，以推进下一步骤，此即1990年就欧洲货币联盟举行的政府间会议。

会议取得了进展。德意志联邦银行负责起草欧洲中央银行的章程。可以预见，它强调的是独立性、远离政治干预、保持价格稳定。由于统一已成为既定事实，所以德国的地位得到进一步加强。新的中央银行必须采用联邦制结构，如同德意志联邦银行一样。它资助政府预算的能力必须予以限制，同样与联邦德意志银行一样。各国必须首先降低国内通货膨胀、削减预算赤字，并减少债务，然后才可以参与。预算赤字将必须限制在国民收入的3%以内，政府债务限制在60%以内。汇率必须保持稳定。所有这些条款都被写入起草文件，并于1991年在荷兰马斯特里赫特召开的峰会上一致通过。

在马斯特里赫特峰会上，密特朗只做出了一个让步，但也是一个至关重要的让步，那就是这一新体系最晚将于1999年启动。

断层线

欧洲领导人刚刚采取这一重大举措，他们面对的处境就发生了变化。一场里氏7级的地震袭击了汇率机制。货币汇率“重新调整”已有5年多没有出现过了。乐观人士宣称，是国家政策成功地保持了汇率的稳定。意大利已经离开了允许弱货币上下浮动2.25个百分点的大幅度汇率制度。英国已于1990年进入汇率机制，而撒切尔夫人也最终认为，这可以毫不痛苦地降低通货膨胀。在展示了稳定汇率的能力之后，欧洲开始

着手成立货币联盟。注

这里也有另外一种解读。之所以没有出现货币汇率的“重新调整”，并不是因为没有必要，而是因为没有这种能力。设立单一市场的法案要求各国解除对资本流的控制，并将其作为建立统一的商品市场和金融资本市场的一部分。解除资本流控制的指令于1990年7月1日生效。注由于现在已没有限制资本运动的条款，所以组织汇率“重新调整”的空间也就被挤压一空。如果市场了解到一国政府准备下调汇率，那么就会有大量资本撤离该货币，因为投资者会在其贬值之前抛售所持资本。如果判断正确，那么他们就会取得丰厚的回报；而如果判断错误，货币汇率并未发生变动，那么他们也不会遭受任何损失。1992年，仅匈牙利裔美国投资者乔治·索罗斯就动用了数十亿美元资金——其中大部分都是借来的——下注英镑。

由于担心引发反向投机，所以各国政府不再考虑重新调整汇率。若出现失衡，现在已经没有方法进行疏导。自1987年以来，易于出现通货膨胀的南欧国家在控制通货膨胀率方面取得进展。但通货膨胀的效应是渐增的。通货膨胀率仍略高于德国，如果允许这种情况继续存在，那么将会严重削弱竞争力。到20世纪90年代初，这已成为意大利等国所面临的严重问题。

英国面临的问题虽然有所不同，但结果却是一样的。在1990年英国进入汇率机制时，英镑对美元异常强劲。德意志联邦银行抵住了上调利率的诱惑，当时，合并后的联邦德国仍在消化前民主德国带来的不利因素。而英国的经济则刚好处于经济周期的顶峰，掩盖了该国工业部门的孱弱。1990年11月，德意志联邦银行开始上调利率，而且是大幅上调以弥补失去的时间。如此一来，英镑的高汇率也就开始遭到侵蚀。

这是一种微妙的平衡，即便是微小的冲击，也会打乱整个计划，但这一冲击偏偏来自小国丹麦。不同于它的大多数邻国，丹麦就《马斯特里赫特条约》举行了全民公投。1992年6月2日，选民以50.7%对49.3%的微弱优势否决了这一条约。虽然在之后的第二次全民公投中，丹麦通过

了该条约，但已无济于事；就目前而言，货币联盟的前景已经趋于暗淡。如果没有了货币联盟，那么各国政府保持汇率稳定以确保能够参与其中的积极性就会大打折扣。

理解了这一逻辑后，投机者对里拉和英镑发起了猛烈攻击。标准的防御方式是上调利率，提高投机者借钱下注某一货币的成本。但意大利政府背负着沉重的债务，上调利率会进一步增加它的负担。[注]在英国，住房抵押贷款与利率水平是相关联的，房主对利率的上调大为不满。瑞典——该国虽非欧洲联盟成员国，但其货币克朗与汇率机制挂钩——的问题是孱弱的银行系统。在整个欧洲，失业率居高不下。所以这些都让人们对政府是否会继续坚持下去产生了疑虑。

7月16日，德意志联邦银行再次提高贴现率——这也是它连续10次提高贴现率，原因是资本流入再次导致其货币供应量超额。贴现率升至1931年以来的最高水平。德意志联邦银行的领导人或许并不是有意对货币联盟的“问题”候选国施加压力，但如果他们采取的行动导致了这一后果，那么想必他们也不会后悔。以约翰·梅杰为首相的英国新政府对德国政府施压，要求其不要上调利率。7月，梅杰致信科尔总理，力劝其保持克制。但德国政府并不制定货币政策，制定货币政策的是德意志联邦银行。而对于英国的施压，它并未做出积极的反应。

到8月，英镑和里拉已经降至汇率机制规则所允许的最低限度。为此，各方在英国度假城镇巴斯召开了一次紧急会议，商讨应对之策。这将涉及汇率机制框架中弱货币的贬值和德国利率的下调。但各国财政部长并未就谁应该贬值以及应该贬值多少达成一致意见。英国和法国担心与意大利扯上关系，并拒绝进行集体“重新调整”。英国财政大臣诺曼·拉蒙特与他的德国同行进行了激烈辩论，最终让他们答应上调利率。

在9月的第二个星期，乔治·索罗斯赌注英镑的规模被适时地透露给了媒体。9月15日晚，德国金融报《德国商报》（*Handelsblatt*）发表了对德意志联邦银行主席赫尔穆特·施莱辛格的采访节选。施莱辛格在采访中表示“并不排除进一步贬值的可能性”。[注]由于纽约的市场是开放

的，所以欧洲弱货币面临的压力非常大。孤注一掷的英格兰银行在次日上午将关键利率从10%提高到12%，并表示将进一步提高关键利率。但这并未对投资者起到安抚作用，因为他们知道，关键利率的提高会对可变利率抵押贷款和失业率造成影响，进而导致政府失去公众支持。当局不可能长期保持高利率，而投资者则可守株待兔，等待利率下调。

看到凶兆之后，拉蒙特收回了再次上调利率的承诺。在午夜之前不久，欧洲共同体货币委员会接受了英国退出汇率机制的要求，同时，意大利也退出了这一机制。因不受资本市场相关条款的限制，共同体中一些实力较弱的经济体如西班牙仍实行资本管控，尽管它们也被迫贬值，但仍能够留在汇率机制框架内。

投机者把目光转向了法郎，这也是欧洲主要货币中最后一个尚未对德国马克贬值的货币。9月20日，《马斯特里赫特条约》在法国全民公决中获得通过。甫一通过，投资者就开始想法国当局是否会采取强硬措施捍卫法郎。这并非毫无道理：由于失业率居高不下，巴黎更希望通过德国降低利率而不是法国提高利率来解决这一问题。法国政府对德国政府施压，希望后者能够对德意志联邦银行施加压力。

于9月22日在华盛顿哥伦比亚特区举行的国际货币基金组织——世界银行年会上，法国财政部长让–克洛德·特里谢（后出任欧洲中央银行行长）与诸多德国高级官员进行了关键会谈。如同1978年施密特告诉埃明格尔的一样，特里谢告诉德意志联邦银行主席施莱辛格，德国中央银行的执拗损害了法德50年的合作关系。再一次地，第二次世界大战的遗产感动了德意志联邦银行的领导人。他们同意发布一份支持法郎——德国马克平价和为法兰西银行提供额外信贷的联合声明。之后，德意志联邦银行下调货币市场利率。基于此，紧张关系得以缓和，至少是暂时得到了缓和。注

11月，葡萄牙和西班牙被迫宣布再次贬值，次年5月，两国又进行了一次贬值。显然，埃斯库多和比塞塔并不像法郎一样神圣不可侵犯。由于其他国家在竞争力上获得提升，所以不久之后，压力再次向法国袭

来。而随着失业率不断攀升，投资者再次公开质疑法国是否会提高利率以捍卫法郎。1933年6月，爱德华·巴拉迪尔出任法国新一届总理，埃德蒙·阿尔方戴利担任财政部长。领导层的变更成为不确定性的另一个原因，并导致更多资本外流。

形势很快急转直下。6月底，阿尔方戴利要求与德国财政部长特奥·魏格尔举行紧急磋商会议。魏格尔以有其他紧急事务为由拒绝参加。由于德意志联邦银行再次拒绝下调贴现率，所以引发大规模法郎抛售。仅在7月的最后一个星期，法兰西银行就动用了320亿美元购买法郎，但并未达到平息市场的目的。在之后一周举行的紧急会议上，财政部长和中央银行行长只得听天由命，同意将汇率机制变动区间从2.25个百分点上调至15个百分点。各国货币已经拥有足够的自由变动区间，所以投机者也就失去了单向下注的机会。

联盟中的隐患

一个更为宽松的汇率机制是否仍能为货币联盟提供一条路径，人们不得而知。英国和法国将危机归咎于德意志联邦银行的高利率。在英法看来，它们同意德国统一，但德国并未为此给予合适的回报。德国认为，法国和英国之所以遭遇危机，问题出在它们自己身上。这一争论重新撕开了彼此的旧伤。如此不同的国家能够共用一种货币再次成为人们讨论的焦点。

尽管存在这些争论，但在接下来的6年里，还是有9个欧洲国家成功加入货币联盟。这里需要做一些解释。首先，一个很简单的事实是，经济衰退并不会永久持续下去。虽然欧洲在20世纪90年代初经历了一次衰退，但自1993年以来，它却迎来了一次经济扩张，由于货币贬值，各国出口竞争力大大增强。在经济增长的情况下，任何事情都会变得相对简

单，特别是在削减预算赤字以满足加入货币联盟的条件方面。

正如弱势美元导致了欧洲早前的经济困难一样，现在强势美元解救了它们。在美国财政部长罗伯特·鲁宾的影响下，克林顿政府出台政策限制政府开支的增长。美国的财政状况得到加强，人们重拾对其货币的信心。美元的走强进一步强化了欧洲的竞争力。这意味更快的经济增长和更少的财政负担，意味着1997年经济的强劲增长，这一年加入货币联盟的国家，其预算赤字要求被降至国内生产总值的3%。这意味着1992年被逐出汇率机制的意大利有可能重新加入这一机制。一个颇具讽刺意味的事实是，强势美元使得欧洲各国向欧元过渡成为一种可能，而弱势美元则定期为欧洲朝着这一方向发展提供动力。

要想最终实现货币联盟，欧洲还必须要利用这些条件。幸运的是，当时的政治背景恰好是有利的。在德国，坚定支持欧洲政治一体化的赫尔穆特·科尔仍担任总理，直到1998年9月他才下台，而那时，向欧元过渡的各项准备工作已经完成。在法国，受1992—1993年尴尬事件的影响，当局急于摆脱德国控制欧洲货币条件的现状。再者，随着德国的统一，以一种和平方式将德国锁定在欧洲也就显得比以往更为急迫，而货币统一是实现这一目的的最有效的机制。自一开始，货币联盟就是一个政治工程。而最终，还是政治——且不论其好坏——让它转变为现实。

对德国来说，通货膨胀一如既往地仍是一个挥之不去的幽灵。在每一个转折关头，德意志联邦银行都会提出这一问题。要想获得中央银行领导人的支持，抑或只是他们的默许，政府需要做出一些让步，有些是象征性的，有些是实际的。科尔向他的同伴承诺，欧洲货币机构——欧洲中央银行的前身——的总部将会位于德国中央银行的所在地法兰克福。如果这意味着欧洲中央银行也将位于该市，那么法兰克福将有机会成为欧洲的金融中心。魏格尔促成了一个稳定公约。按照该公约规定，在采用欧元之后，各国政府必须将预算赤字控制在本国国内生产总值的3%以内。德国确保新货币的名称为欧元，而非更具法国色彩的埃居。它确保荷兰的维姆·德伊森贝赫出任欧洲中央银行首任行长，要知道，

数十年来荷兰一直严格遵循德国式的货币政策。它让坚定的货币主义者、德意志联邦银行理事会成员奥托马·伊辛担任新成立的中央银行的首席经济学家。

现在，法国和德国已经登船，唯一的问题就是谁将和它们同舟共济。一种情况是，最有可能加入的是以荷兰为代表的以稳定著称的德国近邻。其他国家也可以加入，但它们必须首先承诺削减赤字和降低债务。另一种情况是，意大利、葡萄牙和西班牙等以非稳定著称的国家应首先加入。但这存在一种危险，即加入之后，它们可能会扩大赤字，并迫使欧洲中央银行出台更有利于它们的货币政策。不过，如果它们不加入，也会存在一种危险，即它们会定期贬值它们的货币，从而赢得对德国、法国和荷兰出口商的竞争优势。

最终，小国卢森堡成为决定的关键。卢森堡拥有较低的债务、稳定的政策，所以它的资质是无可挑剔的。但问题是，卢森堡早已与比利时结成货币联盟；比利时法郎在两国境内流通。基于此，卢森堡很难离开比利时。但如果让比利时——其公共债务在国内生产总值中所占比率很高——加入货币联盟，那么也就难以按照《马斯特里赫特条约》关于公共债务上限的规定将其他国家排除在外。正因为如此，始于1999年的货币联盟有9个成员国，其中不仅包括比利时，也包括冰岛、意大利、葡萄牙和西班牙。希腊虽然是一个问题案例，但它的情况同伊比利亚岛的情况并无二致，所以它于2001年获准加入货币联盟。这一追求大货币联盟的决定是灾难性的。它让背负着沉重债务且有深层结构问题的国家加入了欧元区。这最终成为货币联盟难以解决的一个问题，也阻碍了欧元在国际上发挥更重要的作用。

如果英国——欧洲领先的金融中心所在地——也加入其中，那么情况可能会有所不同。但不同于意大利，英国对欧洲货币体系的兴趣只是昙花一现。1992年的危机以及英镑被逐出汇率机制的屈辱事件对约翰·梅杰的保守政府造成严重伤害。托尼·布莱尔在1997年赢得大选，或许也与此有关。显然，布莱尔不愿意重复这一经历。自1992年之后，英国

一直保持着稳定政策，而这也消除了其他国家对其不加入货币联盟的疑虑。作为9个欧洲经济体的货币的欧元如果也能够成为英国及伦敦金融城的货币，那么它将会成为美元更强劲的对手。不幸的是，它只是欧洲9个欧洲经济体的货币。

即便没有伦敦的帮助，欧洲的这一新货币也会成为一种让人感兴趣的美元替代品。不久之后，这种替代品的寻找将不再仅仅是兴趣问题。

---

1. 详见马什（2009），第14页。

2. 欧洲货币体系的设计者之一、德国总理赫尔穆特·施密特认可这种联系："我们在西欧有一个货币联盟，并一直持续到1914年，这就是金本位。从历史的角度看，我愿意把它们并列起来。"马什（2009），第69页。

3. 欧洲经济共同体的创始文件《罗马条约》（Treaty of Rome）并没有明确支持建立货币联盟，但它将汇率确定为"共同利益"，并规定设立一个货币委员会，就货币问题向各国政府提供建议和意见。货币委员会将由各成员国的两名成员以及欧洲委员会的两名代表组成。1962年，沃尔特·哈尔斯坦执掌的欧洲委员会提出了一个"三步走"方案，计划在10年内实现单一货币的目标，但该提议并没有得到各国政府的响应，只得作罢。关于10年内分三步完成单一货币目标的方案，在1970年和1989年又分别被摆上台面。下文详述。

4. Strange （1980）, p. 46.

5. Kloten （1980）, p. 181.

6. 戴森（1994），第70页。季斯卡重视单一欧洲货币，并认为它可以挑战美元。说句题外话，季斯卡的血统可以追溯至查理大帝，后者在货币上可以说是统一了欧洲。

7. Marsh （2009）, p. 50.

8. 按照先前钉住美元的政策，购买涌入德国的美元意味着德国要增加本国货币即德国马克的供应，而货币供应则是德国当局衡量未来通胀压力的关键指标。

9. 见第三章。

10. Szulc （1972）.

11. 布雷顿森林体系中的术语"平价"（parities）被"中心汇率"（central rates）取代，这意味着额外的机动空间会被真正使用。

12. 见第二章。

13. 瑞典后来加入。

14. 1972年下半年，丹麦举行全民公投，大部分丹麦人支持国家加入欧洲共同体。之

后，丹麦又临时加入了该体系。

15. Dyson and Featherstone （1999）, p. 294.

16. 关于特里芬，见第二章。罗伊·詹金斯也受到了欧洲委员会发起的并于当年早些时候完成的关于财政联邦主义的麦克杜格尔报告（McDougall Report）的影响。负责撰写该报告的委员会秘书迈克尔·爱默生，是詹金斯内阁成员之一。

17. 卡拉汉政府面临更大的问题，即失业问题。显然，德国会为欧洲货币体系框架内的货币政策定下基调，而考虑到当时极为不利的国内经济背景，这会对英国经济增长和失业问题带来影响。他更希望欧洲与美国进行谈判，通过稳定美元来解决欧洲的货币问题。一个事实是，英国同美国以及其他实施钉住美元政策的国家的贸易额，要超过欧洲大陆国家。这种情况下，建立一个与美元脱钩的欧洲货币集团最终会危及英国利益。戴森和费瑟·斯通（1999），第549页。

18. Marsh （2009）, p. 79.

19. 不过这一次，有特别需求的国家可能会被允许保持更大的货币汇率变动区间。

20. 埃明格尔就他们的理解给施密特写信说："如果未来欧洲货币体系内出现严重失衡，进而导致极端的干预责任，那么货币的价值将会受到威胁。如此一来，德意志联邦银行在货币政策上的独立性也就岌岌可危。这将会导致德意志联邦银行难以履行它的法律职责。至于总理和财政部长一再提及的保证，德意志联邦银行的出发点是，在需要的情况下，德国政府要保护德意志联邦银行，避免其陷入此类困境，而所采取的方法，或是修正欧洲货币体系内的汇率，或是在必要情况下，免除德意志联邦银行的干预责任。"埃明格尔（1986），第361~362页（德文译本）。

21. 埃明格尔就他们的理解给施密特写信说："如果未来欧洲货币体系内出现严重失衡，进而导致极端的干预责任，那么货币的价值将会受到威胁。如此一来，德意志联邦银行在货币政策上的独立性也就岌岌可危。这将会导致德意志联邦银行难以履行它的法律职责。至于总理和财政部长一再提及的保证，德意志联邦银行的出发点是，在需要的情况下，德国政府要保护德意志联邦银行，避免其陷入此类困境，而所采取的方法，或是修正欧洲货币体系内的汇率，或是在必要情况下，免除德意志联邦银行的干预责任。"埃明格尔（1986），第361~362页（德文译本）。

22. 拯救丹麦克朗，时已贬值5%。

23. 科尔在战争的最后几周应征入伍，但从未被派往前线。

24. Painton, Bonfante, and Sancton （1983）.

25. 见第五章。

26. 在这些反对者中，包括法国财政部的主管让–克洛德·特里谢，他后来成为独立的欧洲中央银行的行长。

27. 如马什（2009，第135页）所述。

28. 她可能也认为，让英镑加入汇率机制，伦敦可以更好地维持它作为欧洲金融中心的地位。而且，她可能还认为，相比于机制之外，英国在机制之内可以更有效地塑造欧洲货币的未来。

29. 葡萄牙、西班牙和爱尔兰等面临金融问题的国家除外（下文另述）。

30. 更糟糕的是，很多债务都是短期债务。央行贴现率每提高一个百分点，则政府预算赤字会增加整整1%的GDP。

31. 施莱辛格的评论反映了德意志联邦银行在9月的第二个星期的决定，即依照1978年埃明格尔所写的那封信（见此前的第20条注释）的精神，限制其代表弱势汇率机制货币进行干预的权利。在此背景下，声称“不排除”进一步贬值当属有节制的描述。

32. 回顾这段历史，在2010年危机时，担任欧洲中央银行行长的特里谢出于欧元区团结考虑，同意该行买希腊、葡萄牙、西班牙和爱尔兰的债券也就不足为奇了。

第四章
危机

稳定是一种货币被广泛应用于国际交易的必要条件。对于出口商、进口商和投资者来说，不管他们依赖的是货币的支付手段、记账单位还是价值储藏功能，稳定性都是他们首先考虑的要素。全面金融危机对货币稳定性的打击最为严重，而美国在2008—2009年所经历的就是这样一次金融危机。

因此，在危机过后，人们对美元的国际角色提出质疑也就理所当然。关于美国作为高质量金融资产发行者而拥有比较优势的论断被斥为笑谈。美国机构销售的复杂的金融工具同国库券一样可靠的观点被证明是错误的。在危机中，为拯救经济而安排的庞大的预算引起了人们的怀疑，他们担心美联储会通过通货膨胀吞噬债务，尤其是那些外国人所持的债务。所有这些都指向了一种可能，那就是这次危机可能是一个转折点，它可能会促使进口商、出口商和外国投资者大规模撤离美元。而由于现在已经有了欧元等替代品，所以这种可能性已不再仅仅是一种假设。

也有人表示，所有关于美元衰败的言论都言过其实。每一次金融危机升级——首先是2007年贝尔斯登旗下的两只对冲基金被清算，然后是2008年3月贝尔斯登倒闭，再就是2008年9月投资银行雷曼兄弟公司破产——美元相对于欧元和其他货币都会走强。对于世界各地担惊受怕的投资者来说，美元仍是终极的“安全港”。而如果美元能够经得起这些事件的考验，那么它就能经得起所有的考验，并继续在世界舞台上发挥国际货币的作用。这就是美元捍卫者所持的观点。

弄清楚这些论断并确定它们是否正确不仅需要了解这次危机的影响，而且还需要了解美元的超级特权在这次危机中所扮演的角色。

危机的根源

危机的根源在于对金融违规行为监管的不到位。银行将抵押贷款合同的发放外包给专门的经纪人。这些人一般都没有接受过专业培训，在执业资格方面，不仅联邦没有出台严格规定，甚至有的州也没有相关规定。在很多州，经纪人并不对他们所谓的客户承担信托责任，有时候房主几乎是被迫签合同的。这意味着，如果房主在某种程度上——仅仅是在某种程度上——曲解了某些条款而最终导致无力还款，经纪人将不会承担法律责任。经纪人不会面临任何金融风险，他拿的是佣金，而抵押贷款合同则会被转至银行，即他真正的雇主。

然后，银行将这些合同打包为住房抵押贷款支持证券，或将它们转至其他能够将其打包为此类证券的银行和特殊目的机构（SPV）。之后，这些证券会或被出售给其他银行，或被出售给养老金、共同基金和其他投资者。由于市场有限，这些证券支持的债券会被再打包为债务抵押债券。对于这些更复杂的工具的持有者来说，他们对与基础抵押贷款支持证券相关的收入流有着不同的权利。典型的债务抵押债券被分为优先级部分，持有者可优先获得基础抵押贷款支持证券的收入；中间级部分，持有者以第二顺位获得收入；而被冠之以“股权级”的部分——以此命名是为了消除投资者的戒备心理——其持有者则以最后顺位获得收入，如果届时尚有收入。接下来，债务抵押债券还要进一步细化，并被继续打包为债务抵押债券，打包后的债务抵押债券再被继续打包。

通过分级、切割和重新打包存在问题的抵押贷款支持证券，投资银行获得了丰厚的收益。但它们辩称，这是为了更为高效地划分风险，以

让不同的抵押贷款支持证券具有不同的风险承受能力。现在我们知道，事实并非如此。这一复杂过程实际上是掩盖风险的一种方式，而不仅仅是为了将它们组合为更为高效的捆绑产品。最终，风险从可承受高风险的投资者身上转移到只可承受低风险的投资者身上，比如密苏里州雇员退休系统和得克萨斯州教师退休系统，因为这些机构在购买该类资产时很少会考虑它们的特性。[注]但这都是事后聪明。对于这些工具的风险性，当时整个投资界都认识不足。这并不是始发投资银行所愿意广而告之的。而且，它们也没有必要这样做，因为它们所做的工作缺乏有效监管。

此外，如果没有合谋者，那么这一商业模式也无法进行下去。而讲到合谋者，首先就是评级机构。按照规定，养老金和共同基金只能承受一定程度的风险，因此在购买债务抵押债券时，它们需要标准普尔和穆迪的评级。[注]评级机构不仅会对债务抵押债券进行评级，而且还会为发行机构提供建议，以便于债务抵押债券中的“优先级”部分能够赢得AAA级。后一种活动让评级机构获得了丰厚的收益。不难想象，在授予期望评级时，它们的雇员所承受的那种巨大压力。评级机构否认自己遭遇利益冲突。但又有谁知道呢？

贷款发放机构还是发现，愿意购买投机性“股权级”部分的投资者非常少。在很多情况下，始发银行不得不自己持有这部分债务抵押债券，并将其记入资产负债表。这在很大程度上限制了业务的扩张。解决方案之一就是以保险形式进一步“强化”这些证券。通过支出一部分费用，违约的风险可以转移到另一个实体身上。基于这种合适的担保，部分“股权级”债务抵押债券便可以销售给其他投资者。取得这种保险的机制，现在人们已非常清楚，此即众所周知的信用违约互换。而这些保险合约主要的承保机构正是“低资本化”的美国国际集团（AIG）。对于美国国际集团的决策者来说，他们当时的想法无从得知，恐怕永远都是一个谜。但话又说回来，他们之所以会做出如此决策，与缺乏有效监管是分不开的。[注]

聪明的投资者——首先是那些投资银行本身——知道持有“股权级”债务抵押债券的危险所在。如果住房市场衰退，那么持有者将会遭遇亏损。如果交易方或交易对方陷入困境，那么信用违约互换的价值可能就会低于其票面价值。投资银行或许没有预料到债务抵押债券对其资产负债表造成的巨大冲击，但它们可能预料到了这部分投资组合的低收益。它们的反应是通过扩大资产负债表规模来提高资本收益。换句话说，它们利用更多的借款——在部分情况下，是非常多的借款——来维持业已习惯的利润率。如此一来，银行和非银行金融机构的资本杠杆——借贷资金与自有资本比——就出现了爆炸式增长。

这并非处于危机中心的投资银行所独有的现象。其他并未深陷住房抵押贷款支持证券、债务抵押债券和其他“成熟”金融工具的金融机构也都加大了杠杆率。背后的原因在于批发货币市场的扩张，使得金融机构可以在一夜间借得大量资金。同时，监管者的失职也是重要原因。尤其是投资银行，先前只是赌注合伙人的资金，而今也已开始赌注其他人的资金，而它们的渠道机构和特殊目的机构大都仍处于监管之外。

监管不力

即便是商业银行，也允许加大杠杆率。按照标准的监管惯例，商业银行所持的核心资本——股东的自有资金——不得低于银行投资的8%，以作为亏损的缓冲。现在，监管者以其自身的智慧，允许它们用不易流动的工具替代股东的普通股本。商业银行可以使用所谓的混合型工具和次级债作为替代物。作为债权人，这些金融工具的持有者仅排在股权持有者之前。这些流动性较差的工具被称为“二级资本”，以别于银行股东的资金，即“一级资本”。按照《巴塞尔协议》［国际清算银行巴塞尔银行监管委员会（Basel Committee on Banking Supervision）达成的

关于资本充足率的协议］，银行持有的普通股本在风险加权资产中所占比例可低至2%。

结果，商业银行用于缓冲亏损的资本大大减少。也就是说，如果出现问题，它们将难有足够的储备来偿还债务。再一次，监管者选择视而不见。更为糟糕的是，他们认为现在银行在管理风险方面更为高效，在判断资本形式（指廉价的、流动性较差的替代工具）方面也更为准确。由于银行缺乏基本的风险内控模式或模式过于“落后”，商业信用评级被用于资产分类，即按照不同的风险将资产置于不同的类别中，用一个不雅的词来讲，即置于所谓的“水桶”中。

关于“一级资本”和“二级资本”的分类被纳入《巴塞尔协议》。这一关于资本充足率的协议是在1988年由当时所谓的金融发达国家共同签署的。由此可见，那些不良趋势已经持续一段时间，而且它们也不仅仅局限于美国境内。事实上，在这些趋势中，从过度杠杆化到监管失职，很多都感染了其他国家的银行和金融体系，比如德国和英国。尽最大限度减少资本并充分利用高杠杆化的美国模式为欧洲各国银行所效仿而非排斥。最终，共同的全球趋势导致了共同的全球危机。

这一证券化机器，其本身就像它“制造”出来的证券一样复杂，对燃料有着贪得无厌的胃口。随着杠杆率的不断提高、投资组合的持续扩张和投资者对收益的无限追逐，它需要输入大量的高收益证券。这种需要反过来又鼓励创造更多的债务抵押债券和住房抵押贷款支持证券，而这进一步鼓励了更多抵押贷款的发放。银行放宽了信贷和文件标准。抵押贷款经纪人降级信用质量范围，以寻找更多的借款人。这是一场微妙的舞会，虽然并不是所有的参与者都能接触到他们的同伴。

无可否认，次级抵押贷款快速增长所涉及的并不仅仅是这种金融欺诈。但发放——分销模式和它所创造的反常动机是促成现在我们所称的这场名为“次贷危机”的一个重要因素，而这场危机最终也成为80年来最严重的全球信贷危机。为什么所有人都会出现这些动机，原因很简单：监管不到位。

一旦多米诺骨牌被排在一起，仅仅一个骨牌倒下，其余所有骨牌都会倒下。第一个骨牌是住房市场，其于2006年达到顶峰。第二个骨牌是专业投资基金（投资由次级抵押贷款支持的复杂证券）的亏损，其始于2007年。随着债务抵押债券价格下跌，投资者收到追加抵押通知，进而被迫出售其他证券。注而这些证券价格的下跌又迫使其他投资者抛售。不久之后，全方位的证券抛售拉开序幕。

意识到风险之后，银行迅速采取守势。对于金融体系中杠杆化最严重的投资工具，它们采取了大规模的去杠杆化措施。而那些先前在批发市场大肆扩张的金融机构（如贝尔斯登）发现它们已无力追加抵押。

面对这种极不确定性，消费者停止开支，进而导致经济陷入混乱，而银行先前所持的健全贷款和投资也纷纷出现问题。监管者最终从睡梦中惊醒，并采取措施，进而决定在什么时候拯救谁（美国国际集团）和在什么时候牺牲谁（雷曼兄弟公司）。在2008年的最后几个月里，形势急转直下，演变成为一场全面的金融危机，并为第二次世界大战以来最严重的一次经济衰退做好了铺垫。

内幕是什么

到目前为止，一切尚好，但这次危机也提出了众多问题。问题之一：是谁允许发展这样一个规模如此庞大且风险如此之高的复杂证券市场？问题之二：为什么银行被允许用它们自己的模式来确定投资的风险和决定所持缓冲资本的规模（显然，它们会为自己大开方便之门）？问题之三：为什么监管者会出现监管不到位的情况？

导致危机升级的关键人物都坚定地认为市场能够解决问题。他们尤其相信衍生品市场是可以自由运转的，而且它们还是重新分配风险的有效机制。作为一名官员，哈佛大学教授，曾担任克林顿政府时期财政部

助理部长、副部长和部长的拉里·萨默斯坚信，衍生品“是分配风险的一种重要方式，基于此，每个人都可以按自己的意愿承担相应的风险”。[注]这句话是罗伯特·鲁宾对衍生品的描述，他是萨默斯在政治上的良师益友，也是在他之前的财政部长。萨默斯的描述虽然更具技术性，但却同样明确。“通过帮助参与者更好地管理他们的风险敞口和降低他们的财务成本，衍生品推动了国内和国际商务，并支持资本在经济体内进行更有效的配置。此外，通过潜在地提升流动性和缩小基础现金市场的买卖价差，衍生品还可以提高金融市场的功能。因此，OTC（柜台交易）衍生品直接和间接地支持了美国乃至整个世界的高投资和生活水平的高增长。”[注]作为一名学者，萨默斯虽然曾一度对市场的有效性持怀疑态度，但这一观念并未转移到政策领域。[注]

就个人而言，鲁宾是一个非常谨慎的人，他曾是高盛固定收益部门的主管，负责抵押贷款支持证券、固定收益期货、期权和其他衍生品的交易。鲁宾执掌的固定收益部门在1986年曾遭遇重创，因为交易者并没有预料到“不甚可能的市场状况”。[注]鲁宾的交易者下大注，赌现行利率会基本保持不变。而当利率出人意料地出现下降时，该部门亏损1亿美元，这在当时是一个庞大的数字。

由此可见，对于交易者无法想象最坏结果的趋势，鲁宾是心知肚明的，所以，有人期望他会成为一个加强衍生品市场监管的有力支持者。他的自传也表明他同意加强监管，当然这基于已发生的事实。[注]这绝对是事后聪明。当时，尤其是在1998年，鲁宾、萨默斯和美联储主席艾伦·格林斯潘反对衍生品交易监管措施。

具体来说，他们是在反对商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission）主席布鲁克斯莉·博恩时反对这些措施的。博恩是一个强大的对手。作为20世纪60年代初斯坦福大学的毕业生，她希望成为一名医生而非护士，但这并未得到辅导员的支持，因为当时医生这个行业并没有针对女性的职位。于是，博恩转而到斯坦福大学法学院学习，她是她所在毕业班中仅有的4名女生之一。自此开始，她先是加入

华盛顿哥伦比亚特区的一家著名的律师事务所，着力于衍生品市场，后又于1995年被任命为商品期货交易委员会主席。所有的这些都表明博恩是一个有着强大意志力的人。但她并没有强大到战胜“拯救世界委员会”。“拯救世界委员会”一词源于《时代周刊》，其指鲁宾、格林斯潘和萨默斯在1998年8月大型对冲基金长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）倒闭后采取的行动。

实际上，博恩的建议是相对温和的。她提出的是一份“概念文件”，旨在确定不受监管的金融衍生品的增长会带来什么风险，并给出了一个监管衍生品的框架。但这仍激起了格林斯潘、鲁宾和萨默斯的强烈反应，在他们看来，该概念文件就是“帐篷下的骆驼鼻子”。正如博恩概念文件所表明的，这个三人组合反对商品期货交易委员会的监管，认为这会迫使衍生品交易者披露更多的信息，会让它们持有更多的资本以应对可能出现的问题。他们仅支持设立一个清算所，使之成为衍生品交易的安全网。这个安全网对于缓解2008年因美国国际集团异常复杂的一对一交易而引起的问题是有助益的。[注]但他们支持的仅仅是一个自愿清算所，而非强制清算所。对于那些在每一次衍生品交易中都会获益的交易者（如高盛）来说，它们对清算所更不感兴趣。[注]

之后出任财政部长的保罗·奥尼尔和约翰·斯诺都是金融行业出身，所以他们不会改变这种现状，而且也不愿意在一切运行良好时做出改变。来自高盛的亨利·保尔森虽然是一个“异类”，但他也没有成为一名加强监管的倡导者。

作为一个对金融机构监管负有重大责任的机构的主席，艾伦·格林斯潘坚定地认为市场可以解决一切问题。作为一个倾向于以玄妙深奥的语言进行陈述的人，格林斯潘在众议院银行和金融服务委员会（House Committee on Banking and Financial Service）做证时却一反常态，毫不隐讳地表示：“专业人士私下商谈衍生品交易监管是没有必要的。”在1994年国会考虑监管衍生品市场时，格林斯潘持反对意见。[注]在1998年商品期货交易委员会建议加强对衍生品监管时，他持反对意见。2003

年，他告诉参议院银行委员会（Senate Banking Committee），对衍生品市场进行更广泛的监管将会是一个错误。“多年来，我们在市场中发现，”他断言道，“衍生品是一个非常有效的工具，它将风险从那些不应该承担风险的人身上转移到那些愿意承担且有能力承担风险的人身上。”当然，到2008年10月时，他开始唱起反调，警告美国众议院监督和政府改革委员会（House Oversight and Government Reform Committee）不要依赖“一贯利己的放贷机构”，并表示了对衍生品市场进行监管的必要性。㊟

格林斯潘的继任者本·伯南克曾研究过大萧条，所以有人期望他会持不同的观点。但无论是从智力上还是政治上，他都很难放弃格林斯潘留给他的遗产，尤其是在投资界正享受丰厚回报的时候。此外，伯南克也忽略了“影子银行系统”——持有大量与住房相关的高风险债务抵押债券的对冲基金、渠道机构、特殊目的机构——的脆弱性，因为自20世纪30年代以来就没有出现过“影子银行系统”。而与此同时，其他监管机构的预算和人力资本遭到总统乔治·W.布什的削减。布什虽然对金融并不是很了解，但他却知道一个事情：监管是问题，而不是解决方案。

模型的风险

这种指责游戏——在危机发生后果不其然地盛行起来，将过多的责任归咎于个人，甚至是掌权者。那些导致危机升级的决策所反映的并不是少数几个人强势人物的个人思想，而是一个强势的集体心理。人们普遍相信，通过运用现代数学工具，可以进行更为有效的价格确定和更为有效的风险管理。简洁的数学公式如布莱克–斯科尔斯模型（Black-Scholes Model）可用以确定期权和其他衍生品的价格。通过简化的假设条件，基于可行的模型，完全可以估算一笔投资在第二天可能发生的最

大亏损。而通过更多的假定条件，比如关于不同投资回报率的关联性，则可以描述一家银行的投资组合收益率分布情况。价值风险，即投资组合可能产生的最大亏损由此产生。

这些技巧并非毫无价值。布莱克–斯科尔斯模型可用于确定复杂衍生品的价格是否已严重偏离其组合的价值。它为那些准备参与套利的人提供了利润操作空间，比如，买入标价过低的组合，同时卖出或卖空标价过高的组合。它为对冲基金长期资本管理公司（由金融创业家约翰·梅里韦瑟及多名诺贝尔奖获得者于1994年创建）等实体提供了一种商业模式。同样，由J.P.摩根银行首席执行官丹尼斯·韦瑟斯通于1987年华尔街崩溃后首创的一个业务模式，对首席执行官来说也是很有意义的，此即著名的“4点15分报告”（4:15 Report），每天在市场收盘前15分钟总结银行投资组合的风险。这一模式后来进化为价值风险，而开创这套方法的正是J.P.摩根，发表时间也为1994年。(注)

问题是这些过程被推得太远。初期，长期资本管理公司通过套利交易获得了丰厚的收益。典型的模式是，买入和卖出相似的证券，比如在不同日期（前后相差不远）发行的同一时间到期的美国国库券，以赚取交易利差。(注)但随着长期资本管理公司所掌握投资资金的增加和越来越多的交易者采用这一技巧，套利机会越来越小。这一模式的极大成功和继续维持早前收益的驱动力促使梅里韦瑟及长期资本管理公司的合伙人采取扩张措施，运用越来越多的借贷资金寻求越来越少的机会。这一事业的伪科学性创造了对结果的过度自信。在意料之外的事情——俄罗斯在1998年8月出现外债违约，资产价格出现意外波动——发生后，长期资本管理公司被推到了破产的边缘，几乎摧毁了美国的金融体系。

对于那些运用数学方法控制风险的人来说，这应该引起他们的警惕。但长期资本管理公司的倒闭却被认为是一个异常现象，原因是像俄罗斯这样的大国并不是每天都违约。长期资本管理公司走得过远，这反映了管理层（包括以布莱克–斯科尔斯模型而闻名的诺贝尔奖获得者迈伦·斯科尔斯）妄自尊大的野心和他们的超级自信，同时，它的失败也

与他们的技巧缺乏实质性限制有关。然而复杂的数学公式甚至被更广泛地用来确定更复杂的证券的价格。现在，每一名定量分析师的办公桌上都有一台高配置的电脑，而这激励他们去创建更为复杂的模型，当然，这反过来也提高了定量分析师的薪水，而他们又是唯一有能力操作这些模型的人。在专业从业者的支持下，银行建立了更为精巧的价值风险模型，J.P.摩根对这套方法进行了推广，并在1998年将从业人员并入一个名为风险计量集团（RiskMetrics Group）的独立公司（仅从公司名称看就知道信心十足），而从业者的收入则取决于这一策略的采用程度。这套方法走进了商学院的课堂，从而被赋予了学术意义，并为一代风险管理咨询师所采用。

模型是建立在简单化假设之上的，这也是它们能够成立的必要条件。因此，对于谨慎的从业者来说，他们只是将这些模型作为考虑风险的起点。同样，谨慎的从业者也知道，价值风险模型只可以用以估测相对短期内特定资产的价格变动情况。比如，如果复杂抵押贷款相关证券的价格信息仅在房价上涨时有效，那么它几乎就不包括房价下跌后可能出现的情况。问题的关键在于，没有足够的动力让一名从业者成为谨慎的从业者。

如此一来，起点也就成了终点。原本只是用于首席执行官日常自律的方式被机械地扩大化。银行认为它们已经将风险控制在了个位数，所以它们相信它们有能力承担更多的风险。由于相信了被监管者方法的可靠性，所以它们允许在设定资本需求时使用价值风险模型。在要求金融机构为其股东提供更多有关机构所承担的风险的信息时，证券和交易委员会（Securities and Exchange Commission）接受并将价值风险视为逻辑性综合指标。而银行在看到价值风险对其所持资本量的影响后，改进它们的投资组合以及所采用方法，以制造更有利的价值风险估算。由于进行了数学测算，所以关于风险已被控制的观点甚嚣尘上。虚假的信心鼓励机构进一步冒险，鼓励监管者放任自流。只要不出现意外情况，更多的风险就意味着更多的利润。很多人都因为这种“随波逐流”而获益丰厚。相反，那些谨慎有余的投资者却未获得丰厚补偿。

在这里，时机是非常重要的。在2008年灾难到来时，价值风险的历史还不足15年。计算机革命仍只是近来之事；长期资本管理公司曾投巨资打造先进的智能终端，希望其能更快地解决更复杂的公式，以赢得对竞争对手的优势。金融创新日新月异的时期正是培育危机的时期。在这些时期，各种创新并没有足够的时间进行充分验证。而由于金融实践变化迅速，尤其是监管机构，很难跟上这种变化的步伐。对于被监管者所宣称的高效风险管理，它们更是难以确定。

竞争催生危机

催生这场危机的另一个因素是竞争的日趋激烈。将商业银行和投资银行分开并限制接受存款银行投资活动的《格拉斯–斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act）于1999年被废除，取而代之的是《格雷姆–里奇–比利雷法案》（Gramm-Leach-Bliley Act）。该法案的起草者或许认为，现在商业银行已经具备了高效的风险管理能力，所以它们可以在更大的范围内从事投资活动。《格雷姆–里奇–比利雷法案》的捍卫者提出意见，表示商业银行并不是次贷危机的中心。发放债务抵押债券并最终深陷高风险“股权级”部分的是投资银行而非商业银行。采用高风险杠杆的是投资银行和经济交易商如贝尔斯登而非商业银行。

显然，这一论断并没有考虑到当时的大背景。商业银行所从事的新活动打破了投资银行家安逸的生活。在看到自己的利润被侵蚀之后，投资银行做出反应，动用更多的借贷资金参与风险更高的投资活动，以便在激烈的竞争中生存下来。就贝尔斯登而言，先前依靠收取股票交易的固定佣金即可获得丰厚收益，而今，由于放宽管制和技术革新（如贴现经纪商嘉信理财的出现），其所从事的业务已经遭到严重侵蚀，所以它才参与了涉及最高杠杆率的最危险的赌博游戏。

金融全球化进一步加大了竞争压力。基于技术和实践的变化，有一种观点认为，现在的银行可以更好地管理风险，可以更好地利用杠杆率，而且也无须加大监管力度。实际上，这种观点并不仅仅在美国存在。基于这一逻辑，金融机构可以扩大营业范围，可以进行更广泛的资产类别投资，而这又意味着它们可以在更多的地方从事相关业务。作为单一市场计划的一部分，欧洲联盟取消了银行不得在其他欧洲国家营业的所有限制。概括地说，在这一时期，跨边界竞争大大加剧。

再一次地，面临严峻竞争压力的机构采取高风险活动，以维持先前的利润率。英国建房互助会诺森罗克银行（Northern Rock）通过向其他银行借款来补充零售客户的存款，以此抬高赌注。冰岛的银行机构向英国、荷兰和德国家庭提供高利息在线储蓄账户，以为其危险赌注提供资金支持。缺乏活力的德国储蓄银行接收了由美国发放和分销的最低级别的债务抵押债券。欧洲金融机构的杠杆率甚至要高于它们的美国同行。出现这种情况，不是虚假信心太高就是竞争压力过大，抑或两者皆有。同样，在欧洲，监管者也选择了视而不见。

在生存面临威胁时，提高赌注并非唯一可能的反应。另一种方式是沉潜待发。沉潜待发意味着缩减经营活动，但补偿方案并未为此提供激励。成功的赌注意味着丰厚的收益。如果日后这些赌注将公司置于危险境地，那么这是其他人的问题。公司董事会和政府机构有必要对补偿方案进行监管，以使其更好地与公司的长期表现联系起来。当然，这种观点现在已被广泛接受，但之前，这却不是监管机构所坚持的，甚至它们都没有提到过。而待出现问题后，为时已晚。

火上浇油的美联储

如果监管不力是火花，那么中央银行的政策就是助燃剂。若非美联

储火上浇油，金融过度不会在如此短的时间内造成如此严重的破坏效果。

颇具讽刺意味的是，美联储稳定经济并由此稳定金融市场的成功或许是积聚风险的一个因素。在保罗·沃尔克战胜通货膨胀之后，经济波动减少，而这一时期也被称为“大缓和”（Great Moderation）。有人说这是因为好的政策，也有人说这是因为好的运气，但无论怎么说，自G.威廉·米勒以来，美联储在政策上的改进的确发挥了作用。[注]关于美联储已“驯服”经济周期的本土信仰在20世纪20年代引起了人们对稳定的“新时代”的讨论，并促成了早期的华尔街繁荣。一个波动较小的经济体（“新时代”和“大缓和”时期）意味着波动较小的金融市场。在承担风险方面，机构投资者——实际上是所有投资者——都对自己更有信心了。正如美联储副主席唐纳德·科恩在2008年危机发生后不久所说的一样：“从更广泛的意义上讲，当前这场危机的根本原因或许就是自满。自20世纪80年代中期的‘大缓和’开始，美国以及其他地区的家庭和公司都经历了一个长期的较低水平的产出波动与较低水平的、稳定的通货膨胀。或许，正是因为这些平静状况让很多私人代理放松了警惕，低估了他们所采取的行动的风险。”[注]美联储的极大成功——增加意图的透明度和减少未来的不确定性——或许正是造成这种自满的一个主要因素。

即便是那些对政策导致经济波动减少，进而对政策导致投资者自满持怀疑态度的人，心中也存有这样一个信念，那就是格林斯潘执掌的美联储会采取干预措施，确保资产价格问题，以避免发生动荡危机。实际上，美联储主席格林斯潘所采取的第一项行动就是在1987年华尔街崩溃后下调利率。在1998年长期资本管理公司倒闭后，美联储再次下调利率。此时，“格林斯潘对策”——格林斯潘领导下的美联储随时准备出台措施，以有效确保资产价格维持在最低水平——已经成为金融词典中的一个词条。

美联储在技术泡沫破裂后将利率下调至1%，加上2002年格林斯潘对资产价格和货币政策的论述，使得这一概念趋于明朗化。[注]这位主席

声称，资产泡沫在其发展过程中是很难确定的，因而运用货币政策应对资产泡沫是不切实际的。他进一步暗示，在事实出现后探查泡沫则没有那么困难，而货币政策的作用就是限制不稳定的后果。投资者进而相信，且不管对错，由于美联储会采取干预措施，所以他们也就没有必要再担心资产价格崩溃这种所谓的“尾端风险”的发生。发生大规模亏损的危险减少，而承担风险的诱惑却在增加。风险承担者缺乏必要的约束机制，而联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee）和包括美联储在内的监管机构都表示它们无法探查泡沫，更不用说限制泡沫膨胀了。

泰勒规则

还有一个事实：与15年前经济危机后美联储所采取的政策相比，其在2002—2005年采取的货币政策要宽松很多。自20世纪80年代沃尔克的通货紧缩结束至2000年技术泡沫破裂，“泰勒规则”（Taylor Rule）在这一时期完美地捕捉到了美联储的政策。“泰勒规则”是以其创建者、斯坦福大学经济学家约翰·泰勒的名字命名的。1992年问世的“泰勒规则”是一个程式化关系，它将中央银行的主要政策杠杆（名为联邦基金利率的银行间拆借利率）与其主要政策目标（通货膨胀和闲置资源水平）联系在一起。[注]自20世纪80年代中期至90年代末，“泰勒规则”在捕捉美联储应对通货膨胀压力和经济周期变化方面表现极佳。进入新世纪后，它继续追踪美联储的政策。在2000年技术泡沫破裂导致失业率上升和通货膨胀下降时，“泰勒规则”指向了降息的必要性。在整个2001年，联邦基金利率从6.25%下调到1.75%，与“泰勒规则”的预测一致。

在2002年底经济见底导致实际和潜在产出之间差距不再扩大时，“泰勒规则”建议提高利率。但美联储不但没有提高利率，反而进一

步下调联邦基金利率，使其于2003年年中降至1%。这一利率一直保持了一年之久，而这一年年底，“泰勒规则”所建议的利率水平则整整高出该利率3个百分点。

此时的格林斯潘及其同僚越来越担心美国经济会重蹈日本的覆辙，陷入日本式的通货紧缩。若是如此，美国经济将难以摆脱困境，甚至不可能摆脱困境（实际上，由于“通货紧缩”一词容易引起公众恐慌，所以格林斯潘在国会做证时使用的是“不受欢迎的、进一步下滑的通货膨胀”）。美联储知道货币政策对价格水平和经济的影响会有一定的滞后，所以它的政策是立足于未来的。换句话说，将来有可能出现通货紧缩，而不是一定会出现通货紧缩，而美联储据以出台措施的正是这个实际上看不见的东西。[注]

基于已经发生的事实，我们可以说，美联储在2002年初至2004年年中高估了通货紧缩的风险。它关于美国有可能会步日本（20世纪80年代末日本金融泡沫破裂后陷入通货紧缩）后尘的推断过于机械化。[注]为规避日本式的通货紧缩危机，美联储主席格林斯潘自命的货币政策“风险管理方法”最终误入歧途。[注]结果，美联储的政策导向了更大的繁荣和更大的崩溃。

对于宽松货币政策导致最大规模信贷繁荣的说法，也有人持异议，尤其是美联储的前任和现任官员。他们反对关于美联储只控制短期利率而不控制对投资有重要影响的长期利率的说法。虽说长期利率可能会对公司投资工厂产生影响，但并不会对个人决定是否买房产生影响。只要固定利率抵押贷款的利率没有降到足够低，不顾一切加入购房大军的家庭就会选择可调整利率抵押贷款，因为与一年期利率挂钩的初始利率在一段时间内会很低。[注]为吸引更多的业务，贷款机构向借款人提供“诱惑利率”——在最初的几个还款周期，借款人所支付的利率低于市场利率，而随着业务的扩张，它们又可以提供更多的“诱惑”。由于美联储需要住房市场出现繁荣，所以住房市场繁荣也就由此拉开序幕。[注]

追逐更大的利益

虽然2003—2006年的资产价格上涨主要与住宅房地产有关，但这却是一种更为广泛的现象。重要的货币政策，不仅要提高购房者和建筑商的杠杆率和风险容忍度，而且还要提高其他资产投资者的杠杆率和风险容忍度。致力于短期利率调整的货币政策可通过多种方式实现这一目的。首先，低名义利率鼓励机构承担更多的风险，以取得与先前时期相匹配的收益。有的投资者以先前收益作为指标衡量经理人的表现。如果收益下降，他们就会将责任归咎于经理人。为留住客户，经理人被迫进行更具风险的投资，并利用更高的杠杆率。

其次，有的金融公司，如养老基金和保险公司要求向它们的投资者支付固定名义金额。注比如，运营固定收益计划的养老基金必须按月向它的捐助人支付固定金额的回报。如果市场利率的下降超过了公司在签署养老金合同时的预期，那么安全证券的收益或许还不抵它支付给投资者的金额。一家提供存款服务且其他负债为固定利率的银行，也会面临同样的问题。在这两个案例中，为实现机构的承诺，投资组合经理人将不得不进行风险更高的投资或采取更高的杠杆率。

再次，低利率降低了批发融资的成本，降低了从其他机构投资者大规模借款的成本。因此，低货币市场利率鼓励金融中介机构加大借款规模和扩大资产负债表规模。在那些依赖于批发货币市场融资的交易商中，这种行为尤为常见。注可以想见，在危机爆发前夕，贝尔斯登等交易商的杠杆率在所有金融机构中是最高的。而最高的也是跌得最重的。

最后，如果低利率和充裕的流动性推高股票价格，包括金融机构本身的股价，那么银行将愿意增加贷款的发放。高股价意味着银行拥有更多的资本——银行所有者用于支持该机构运营的资金的价值会更高。如果银行不扩大贷款，那么它的部分资本就会被闲置。如果公司不充分利用它的贷款能力，那么它就会让出原本自己应得的利益。这种错失良机

的做法将会得到纠正。如此一来，转化为高股价的低利率就引发了一场贷款繁荣。

在这种情况下，股票和土地将会变得更加值钱，进而鼓励金融机构加大发放贷款的力度。银行将会对低信用分数的借款人发放更多的贷款，因为如果发生不良行为，那么它们就可以对他们的抵押品进行清算。如果因某种原因而导致抵押品价值下跌，那么所有的赌注都会付之东流。但这是未来的问题，而不是贷款机构当前所担心的事情。

因此，低利率促使投资者承担更多的风险和利用更高的杠杆率。虽然利率水平并不是唯一起作用的因素，但它起到了推波助澜的作用。同样，联邦储备政策也不是唯一让利率保持低水平的因素。无论是短期利率还是长期利率——两者都不归美联储直接控制，在2005年左右都保持了罕见的低水平。即便是在美联储允许基金利率上调的2004年，债券和固定利率抵押贷款的利率仍维持在非常低的水平上。在2005年2月一次备受关注的演讲中，美联储主席格林斯潘就专门提到了这个债券市场之“谜”。这些低水平的长期利率或许是美联储在增加透明度和限制未来不确定性方面所取得成功的另一个例证。而不确定性的减少提高了投资者的信心，进而推高了债券的价格。注

“全球储蓄过剩”

美联储主席格林斯潘和伯南克都曾指出，低水平的长期利率是问题而非福利。导致长期利率维持在较低水平的另一个原因（也可能是一个更重要的帮凶）是外国央行大肆购买美国政府债券和准政府机构房地美和房利美的债券（所谓的机构证券）。而之所以会出现这种情况，原因就在于美元是世界储备货币。

有些事实是无可辩驳的。外国中央银行大规模购买美元国库券和机

构证券。在2008—2009年，私人投资者因担心美元的稳定性而退出交易市场，外国央行一举成为最重要的买家。外国央行这样做是因为它们吸取了1997—1998年亚洲金融危机的教训，简而言之，就是资本流波动剧烈，而唯一可免遭冲击的方法就是储备美元。这样一来，不论是政府的短期国外负债，还是私营部门的短期国外负债，都可以偿付。曾在亚洲金融危机中遭遇重创的韩国大幅增加储备（其中以美元为主），将外汇储备从占GDP的5%提高到25%。其他国家也纷纷跟进，大规模储备美国国库券和机构证券。显然，基于这种追加需求，与平时相比，这些美元资产不仅价格高，而且利率低。而随着这些相对安全资产的回报率下降，为追逐更多的利益，其他投资者纷纷转入风险更高的证券领域。

除了这些原因之外，各方在其他方面并未达成一致意见。伯南克在解释外国资本流入美国债务证券的原因时提到了“全球储蓄过剩”。[注]这一术语是不合适的，因为在过去7年里，全球储蓄和亚洲新兴经济体（其中中国是美国证券的主要购买者之一）的储蓄一直呈下降趋势。在20世纪90年代的最后4年里，亚洲新兴经济体的储蓄在GDP中的比例平均为近33%，而在2000—2005年这一所谓的储蓄过剩时期，其所占的比例已降为31%。[注]但在亚洲新兴经济体，投资率的下降甚至更为严重，首先是因为1998年因危机导致的衰退，其次是亚洲政府放弃了在高需求压力下运营经济的策略。因此，相对于投资而言，亚洲的储蓄是上升的，而过剩资金除流向国外之外再无其他出口。美国则拥有大量的债务证券，因此美国国库券和机构证券市场也就成了自然而然的选择。

当然，中国的情况有所不同。确切地说，中国的投资水平并没有出现下降。但它的储蓄率却急剧飙升，因为中国家庭要把钱存起来用于教育、医疗及其他意外开支。在支付股息方面毫无压力的企业经理人将经营收益存储起来，以用于国内的扩张和国外的并购。中国的资本外流急剧膨胀，从2002年占全球GDP的0.1%，上升到2007年的近1%。就此而言，中国金融市场的不发达导致了系统性风险的累积。[注]

资本的探戈：高储蓄率与低储蓄率

探戈需要两个人才能跳。中国的高储蓄率同美国的低储蓄率是相称的。美国的家庭储蓄率自20世纪90年代初的7%降至2005—2007年的近乎为零。当时，有一种观点认为，这一下降趋势反映了美国经济的健全、健康和一个合情合理的高资产价格的“大缓和”。包括高房地产价格的高资产价格让美国家庭（他们最终的投资就是住房）感觉自己越来越富。而正是基于此，他们减少了储蓄。注我们现在知道，这种财富永远增长的愿景实际上只是一个假象，尽管很多家庭都曾通过房屋净值来套取现金。

由于美国缺乏储蓄，所以资本向该国的流动将会减少。然而，世界其他国家和地区的发展——不管它们被描述为“储蓄过剩”“投资罢工”，还是它们发生在新兴的亚洲或更广阔的地区——使得资本流入美国债务市场。此外，这些发展还有一个自我强化的特性。资本流入导致美国资产价格上升，而资产价格上升又使美国显得更为可信，进而促使外国投资者向它提供更多的贷款，这就像银行一样，抵押品越贵重，它发放的贷款就越多。

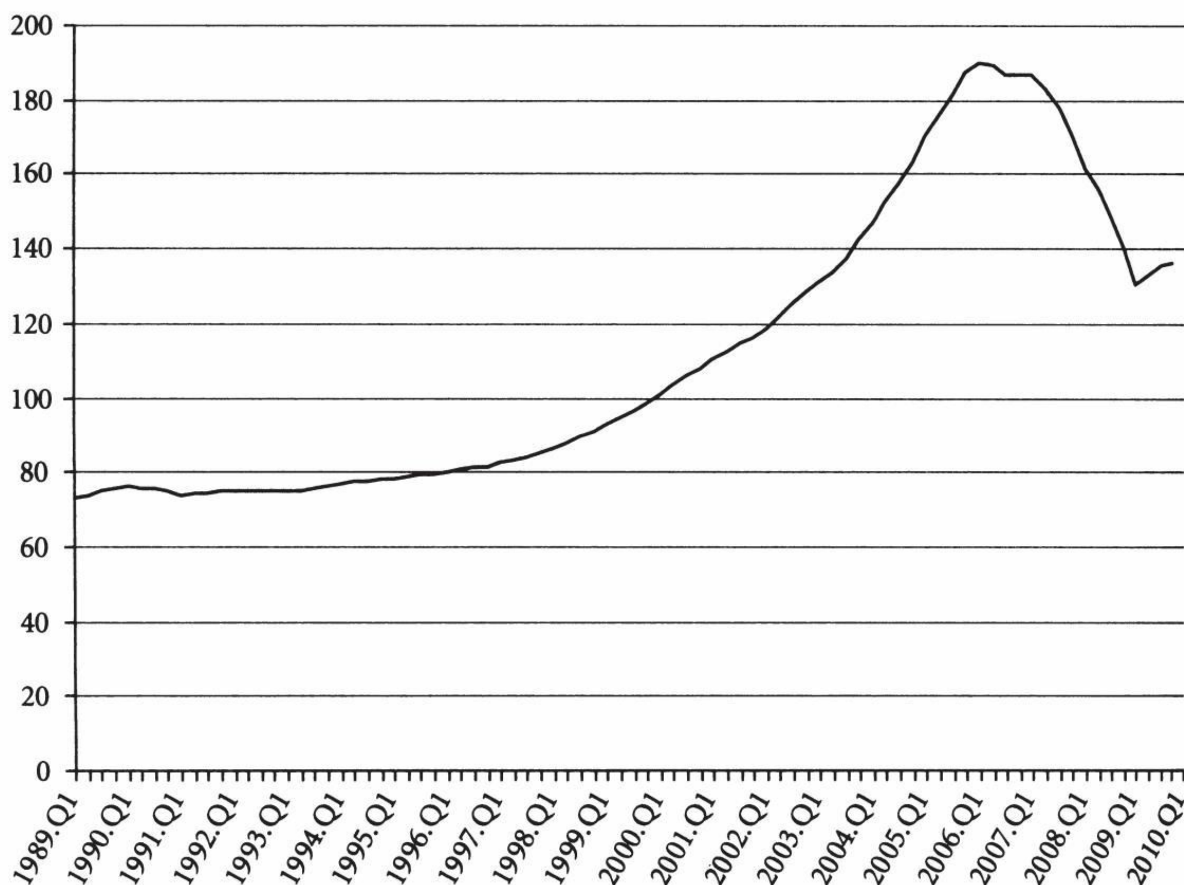


图4–1 标准普尔/凯斯–席勒美国全国住房价格指数

资料来源：标准普尔

还有一个问题就是，中央银行积聚这些美元是否真正反映了它们的保险需求。有的央行积聚储备并不是为了预防资本流的突然反向运动，而是有意将其作为出口导向型增长政策的一个副产品。新兴市场的中央银行，尤其是中国人民银行，大规模购买外国货币，以防止本国汇率上升，从而促进制造品的出口，而这也是它们经济发展的引擎，同时也是将工人输入到现代工业部门的工具。

就这些动机的相对重要性而言，其观点也随着时间的流逝而变化。早期的观察家强调，亚洲各国积聚储备的主要动机是它们的决策者担心发生金融波动。之后，同样是这些评论员，他们强调的是各国政府不愿意本国的汇率上升，不愿意阻断本国的出口导向型增长的进程。注

不管动机是什么，结果都是一样的，那就是积聚了大量的储备。但为什么是美元储备呢？就为亚洲出口提供市场而言，欧洲和美国同样重要。原则上，亚洲各国中央银行可以干预其货币对欧洲的升值。它们可以获取欧元、英镑和瑞士法郎，而不是美元。

特权再现

之所以将目标对准美元，一个根本的解释就是它作为领先的国际货币的地位。在其他国家仍紧紧跟随美元的情况下，采取同样的策略不仅可以维持与美元的固定汇率，而且还可以维持与其他货币的稳定汇率。对于那些在亚洲内部从事零部件贸易的国家来说，这一稳定汇率的间接方式会给它们带来巨大好处。由于美元在世界贸易报价和结算中所占的份额最大，所以稳定当地货币与美元的汇率对出口商来说尤为便利。而钉住美元又会促使各国积聚美元储备。

然后还有一个事实，那就是美国的债务证券市场具有充裕的流动性。所以，买入和卖出债务证券的成本很低。外国央行和政府可以购买这些证券，而在必要时，还可以以原价卖出。而这些市场之所以具有充裕的流动性，原因就在于参与其中的外国央行和政府非常多。这就是美元曾经作为且仍作为储备和国际货币的超级特权。

问题是所有这些外国金融对美国的利率产生了多大影响。外国的买入是造成格林斯潘债券市场之“谜”的主要原因吗？虽然外国资本的流入规模巨大，但美国债务市场的规模更大。直到2006年底时，在美国政府债券和由准政府机构房地美和房利美发行的债券中，国内投资者所持的比例占大多数，分别为55%和85%。这也就是说，国外尤其是亚洲中央银行的买入在之后这段时期变得日趋重要起来。一项研究发现，自2004年初以来，由于额外的外国买入，美国2005年的10年期债券收益率至少

下降了0.5个百分点（50个基点）。[注]另一项研究表明，由于国外资本的流入，10年期债券的收益下降了70个基点。[注]还有一项研究表明，由于外国人所持美国国库券增加，导致其收益率下跌了90个基点。[注]

虽然经济学家在其他问题上争吵不已，但在这一问题上却达成了高度一致。它表明，外国对美国债务证券的购买是造成格林斯潘之“谜”的主要原因乃至全部原因。这是美元所享有的另外一种超级特权。

如果将长期利率上调0.5个百分点乃至整整1个百分点，那么这场危机会有所改观吗？导致危机爆发的根源——荒谬的金融实践和宽松的监管——依然存在。抵押贷款经纪人依然不会对借款家庭负信托责任。金融机构依然会将抵押贷款支持证券打包为复杂的衍生品。标准普尔和穆迪依然会在评级之前向贷款发放机构建议如何分割债务抵押债券。关于经济和金融市场波动幅度减少的信念依然会鼓励投资者承担更大的风险。

危机的破坏程度会有所不同。如果抵押贷款金融变得高昂，住房市场将不会出现如此过热的情况。基于估价过高的抵押品的贷款也不会如此之多。借款的成本将会加大，杠杆率将会下降。而在危机发生时，它的猛烈程度也会有所减缓。

在劫难逃的美元

结果，危机的猛烈程度超过以往任何一次。原本被视为繁荣标志的金融衍生品让投资者损失惨重。在房地美和房利美已明显陷入困境时，外国央行停止了对美国机构证券的买入。在这些事件面前，资本会源源不断地流入美国的快乐信念——因为美国具有独一无二、高质量的金融资产的发放和分销能力——就此消失。“他们卖给我们高质量的商品，

我们卖给他们高质量的金融资产”的口号，被“他们卖给我们有毒玩具，我们卖给他们有毒证券”取代。

然而，并没有迹象表明外国投资者——具体而言即外国央行——撤离美国国库券市场。虽然现在外国央行略倾向于购买短期国库券，但它们的购买规模并未减少。随着危机导致的经济衰退进一步加深，以及由此引发的大规模预算赤字，关于美国国库债务的可持续性问题越来越受关注。由于现在大部分美国政府债务都为外国人所持有，所以以通货膨胀方式减少债务的诱惑加大。外国投资者心知肚明。外国人还会不会保留他们对美国国库券的健康胃口？如果不会，那他们的日益不满会对美元产生什么影响？诸如此类的问题越来越引起人们关注。

对于给予美国廉价金融使用权的国际金融体系，人们的不满情绪也日益高涨。外国央行积聚储备以缓冲游浮资本流动是合情合理的。但将金融资本大规模输入美国并不是缓冲游浮资本流动的唯一方式，而由此导致的金融危机只会破坏全球金融体系。美国已不再被赋予超级特权。人们显然不愿意看到他们授予的特权被滥用。对于新的国际货币体系的框架，各方争论不已，但有一点却是评论人士都同意的，那就是限制美元在国际舞台上的作用。

基于此，人们对于美元作为价值储藏、支付手段和记账单位的未来——它所担任国际角色的未来——充满疑虑，进而导致一种悲观情绪。美元已在劫难逃。美元已经陷入末期衰退。若没有外国官方的需求，美元汇率将会崩溃，进而侵蚀美国的生活水准及其地缘政治影响力。

唯一的问题是：这些悲观的预测是正确的吗？

---

1. 贝尔斯登在拉斯维加斯（会议地点颇为恰当）举行的一次会议上，谈及如何向公共养老基金兜售权益性证券（埃文斯，2007）。

2. 这些获AAA评级的证券对商业银行也很有吸引力，因为被认定为投资级别的资产，其资本金的要求更少。

3. 泰特（2009）认为，美国国际集团的经理很难抵抗监管套利的诱惑（与商业银行不

同，投资银行等不会面临资本金的要求）。另有研究者（比如，李维斯，2010）认为，问题的原因在于它们的内控意识淡薄以及雇员能力不足。

4. 明显的亏损，即前面提到的贝尔斯登旗下两只对冲基金的亏损。在2007年初，汇丰控股有限公司（HSBC Holdings PLC）和新世纪金融公司（New Century Financial Corporation）已经披露说它们在次级债投资方面出现亏损，但真正引起市场关注的是贝尔斯登的两只基金的倒闭。

5. Rubin and Weisberg （2003）, p. 288.

6. 在参议院的做证证词（Summers 1998）。

7. 萨默斯的学术观点总结，见施莱费尔和萨默斯（1990）.

8. Rubin and Weisberg （2003）, p. 98.

9. Rubin and Weisberg （2003）, pp. 287–88.

10. 这些交易即我们所熟知的“柜台交易”（见前面萨默斯的引言），而它们引发的问题，从技术上讲，被称为“交易对手风险”。

11. 中央清算所会要求交易机构为每一份通过它清算的合同提供担保品（初始保证金），这会导致它们所获利润下降。

12. Greenspan （1998）.

13. 具体来说，格林斯潘很不情愿地（我也希望如此）建议，资产证券化机构应当保留它们所发行的相当一部分证券。他的言论及听证笔录，请访问：http://oversight.house.gov。

14. 同样是在1994年，J.P. 摩根实现“突破”，进而带动了信用违约互换市场的增长（见泰特，2009）。

15. 在行业中，这些不同的证券被称为“当期国债”（最近发行的国债）和“非当期国债”（先前发行的国债）。

16. 从米勒到沃尔克的过渡，见第二章。艾哈迈德、勒文和威尔森（2002）对“大缓和”的原因开展过一项颇有影响力的研究。作者认为，在解释经济波动性下降方面，好运气（石油冲击较少）比好政策更重要，而在通胀波动性方面，好政策比好运气更重要。他们考虑的第三个因素是经济结构的变化，比如改进库存管理办法等。据他们估算，库存管理在减少波动性方面起了辅助作用。

17. Kohn （2009）, p. 39.

18. 格林斯潘在2002年的演讲。当然，担心“9·11”恐怖袭击事件的后续影响会吓阻投资，是美联储大幅下调利率的因素之一。

19. 之后，泰勒仍旧通过这种关系（基于1978—1992年数据所建立的程式化关系）在第一时间描述危机之前和危机之中的合适政策。其他人比如鲁达布什（2009）则利用最新

数据对这一关系进行了重新估测。但在2002—2005年，被用于描述货币政策特征的“泰勒规则”并未得到印证。

20. 美联储主席伯南克为自己辩护的观点（2010）。

21. 特别是，在这个10年的前几年里，美国并没有经历像日本那样严重的银行问题。在股市泡沫破裂之后，日本经济陷入了长期的通缩状态。

22. 在消除对通缩的担忧之后，原本旨在逐步实现利率正常化的风险管理方法转而防止经济复苏放缓，助推经济发展。

23. 2001—2004年，与一年期利率挂钩的可调整利率抵押贷款的利率和传统30年期抵押贷款的利率差距扩大了近乎一倍，而在同期购房者中，选择可调整利率抵押贷款的新借款人的比例也翻了近乎一番。格林斯潘（2010）认为可调整利率抵押贷款的发行早在住房市场繁荣之前的两年即已达到峰值，所以它们并不是造成泡沫的原因。伯南克（2010）认为可调整利率抵押贷款和传统抵押贷款利率之间的差距虽有扩大，但绝对值并没有那么大。

24. 见泰勒（2007）。随着越来越多的房主选择在低利率下对抵押贷款进行再融资，抵押贷款承保行业的从业人员数量增加了一倍。当利率最终被允许上调，该融资业务枯竭时，所有这些从业人员都得转到其他更有创造性的地方。这个地方，就是次贷市场。

25. 在一些国家，比如瑞士，这种固定支出是法律规定而非合同约定的。

26. 在以发行商业票据为投机性资产投资进行融资的渠道公司和特殊目的机构中，这一点很明显。而在依赖零售存款作为主要资本的商业银行中，这种效应相对要小，但也不是说绝对没有。阿德里安和希恩（2010）强调，经纪交易商的资产负债表的扩张规模要远大于商业银行。

27. 鲁德布什、斯旺森和吴（2006）发现，债券市场波动性下降是解释债券市场难题的一个重要因素。它也被认为是美联储在稳定通胀预期方面取得成就的指标之一。

28. 一个月后（伯南克，2005）。

29. 据国际货币基金组织世界经济展望数据库（2009年10月修订版），其间，全球储蓄率从22.4%下降到21.5%。从这一点上，我们可以看到全球投资的状况，因为从定义上讲，全球储蓄和全球投资必须是相等的。某种程度上，如果上述信息来源或其他信息来源显示另外一种状况，那么一定存在统计误差。

30. 这里所说的金融市场的不发达，应该从更广义的角度去解释，包括不发达的公共机制，比如人们可以安排退休生活的社会保障体系等。另外，需要着重指出的是，一方面中国的资本流出的规模越来越大，但另一方面，流入中国的资本也越来越多，峰值期几乎可以两相抵销。这些流入的资本多来自石油出口国家，因为高油价让它们保持着经常账户盈余。对这些国家而言，约束因素与其说是金融市场的不发达，不如说是对实体投资增速的限制，比如2009年的迪拜危机。

31. “大缓和”可能也降低了预防性储蓄，因为人们预期雨天天数会减少，所以他们为雨天

所做的准备就减少了。然后，在这个10年的早些时期，联邦预算赤字开始出现增长。虽然预算赤字和经常账户赤字之间没有直接关联，但它们的增长方向是确定无疑的。而且，考虑到家庭储蓄率的下降，这可能是在最糟糕的时候开始的。

32. Compare Aizenman and Marion （2003） with Aizenman and Lee（2007）.

33. Craine and Martin （2009）.

34. Bandholz, Clostermann, and Seitz （2009）.

35. Warnock and Warnock （2009）.

第五章

垄断不再

在危机之后，人们对美元能否继续保持其国际角色充满疑虑。近期系列事件并未有效强化美国作为高质量金融资产供应商的声誉。如果美国金融市场失调，那么美国债务证券投资者将会损失惨重。与此同时，背负庞大预算赤字的美国政府将会不遗余力地减少本国债务。它将有可能通过通货膨胀来减轻自身负担。现在，这种诱惑比以往更让人心动，因为大多数美国有价债务都为外国人所持有。

外国投资者并不会坐以待毙，为保护自己，他们会减少所持的美元。最终的结果可能就是，投资者大规模抛售美元，进而转向其他货币。

如果美国的发展让人们对美元的国际角色提出质疑，那么外国的发展则会加深这种质疑。第二次世界大战后西欧和日本的复苏以及时下中国、印度和巴西的崛起，已经削弱了美国的经济主导地位。在世界工业生产中，美国已不再占有大多数份额，而作为这样一个经济体的货币，为什么在大多数国际贸易的报价和结算中仍使用美元？为什么外国央行和政府的主要外汇储备仍是美元？随着世界经济日趋多极化，按照逻辑来看，世界货币体系也应日趋多极化。这一推理至少喻示着美元将不得不分享其国际角色。

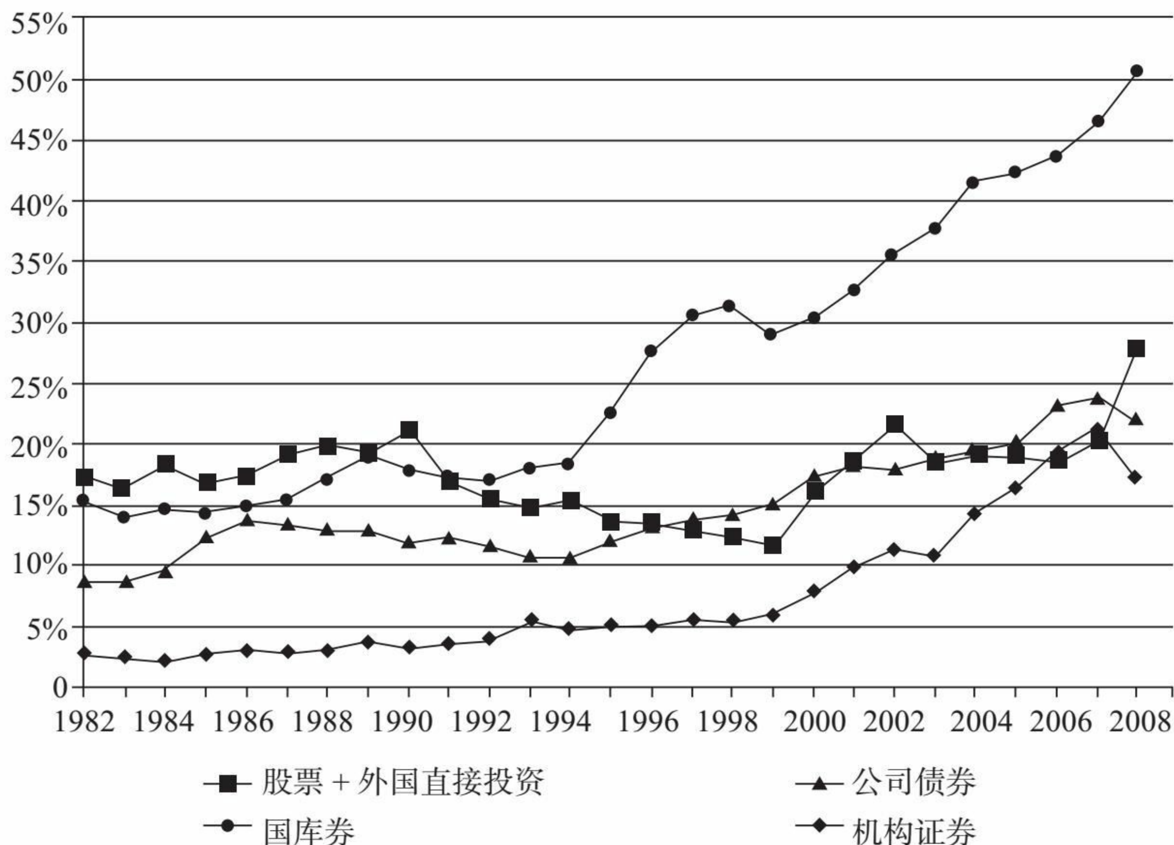


图5–1 外国所持美国证券在美国未偿付余额中所占的比例

资料来源：联邦储备委员会美国资金账户

此外，在经济逻辑上正确的（以美元为基础的国际货币和金融体系），在政治逻辑上也同样正确。第二次世界大战结束后，美国在欧洲和亚洲驻扎了大量军队。在美国的盟友看来，支持美元是对美国为它们提高安全保护的合理回报。而今，作为美国最大的债权国，中国并不是它的一个亲密盟友。在世界很多地区，美国的安全伞已不如先前重要，而且也不再受欢迎。因此，外国没有必要为了自身的安全问题而支持美元。所有的这些都让它们加大了对美元超级特权的批评力度。

不愿面对的真相

这些论断只有一个问题，那就是美元在国际交易中的作用只是略微下降。在贸易报价和交易结算中，并无明显迹象表明各国已放弃美元。近期针对加拿大——该国拥有尤为详细的数据——进行的一项调查表明，剔除美国，在该国的进口中，有近75%仍使用美元报价和结算。[注]在外汇市场，美元同样保持着主导货币的地位。国际清算银行进行的一次调查显示，在全球外汇交易中，美元仍占85%的份额，较2004年的88%仅下降3个百分点。[注]在国际债务证券中，大约有45%是以美元为货币单位的。[注]欧佩克仍以美元为石油计价。

虽然美国的仇敌，如伊朗和委内瑞拉会定期建议以另外一种货币作为石油计价单位，但各国并未就一种有吸引力的替代品达成协议。一个有名的例子是，2007年11月，在利雅得举行的一次闭门会议上，一台被遗忘的摄像机曝出真相：伊朗外长和沙特阿拉伯外长就欧佩克是否应放弃美元计价而产生激烈争吵。2009年10月，海湾国家与中国、俄罗斯、日本和法国——现在存在这样一个奇怪的联盟——就放弃以美元为石油计价的问题展开磋商。[注]

但截至目前，所有这些都只不过是“茶壶里的风暴”而已。

时下，关于各国央行外汇储备的货币构成数据并不完整，因为并不是所有的国家都公布这一数据。但据国际货币基金组织的数据（这是最可信的数据来源），截至2010年第一季度，在全部已确认的官方外汇储备中，美元所占的份额为61%，仅较2002—2003年时的66%下降了5个百分点。[注]如果进一步往前推，在20世纪90年代，美元在全部已确认的官方外汇储备中所占的份额甚至还不如当前。正所谓，千举万变，其道一也。

虽然国际货币基金组织的统计并不精确，但其他来源的数据也都指向同一个方向。比如，美国财政部针对金融机构进行的一项调查显示，在危机之后，外国央行仍在继续积聚美国国库券，甚至还加快了积聚的步伐。[注]虽然外国央行对“机构证券”——由准政府抵押贷款机构房地美

和房利美发放的债券——积聚出现大幅下滑，但这只是“机构证券”，而非美国国库券。

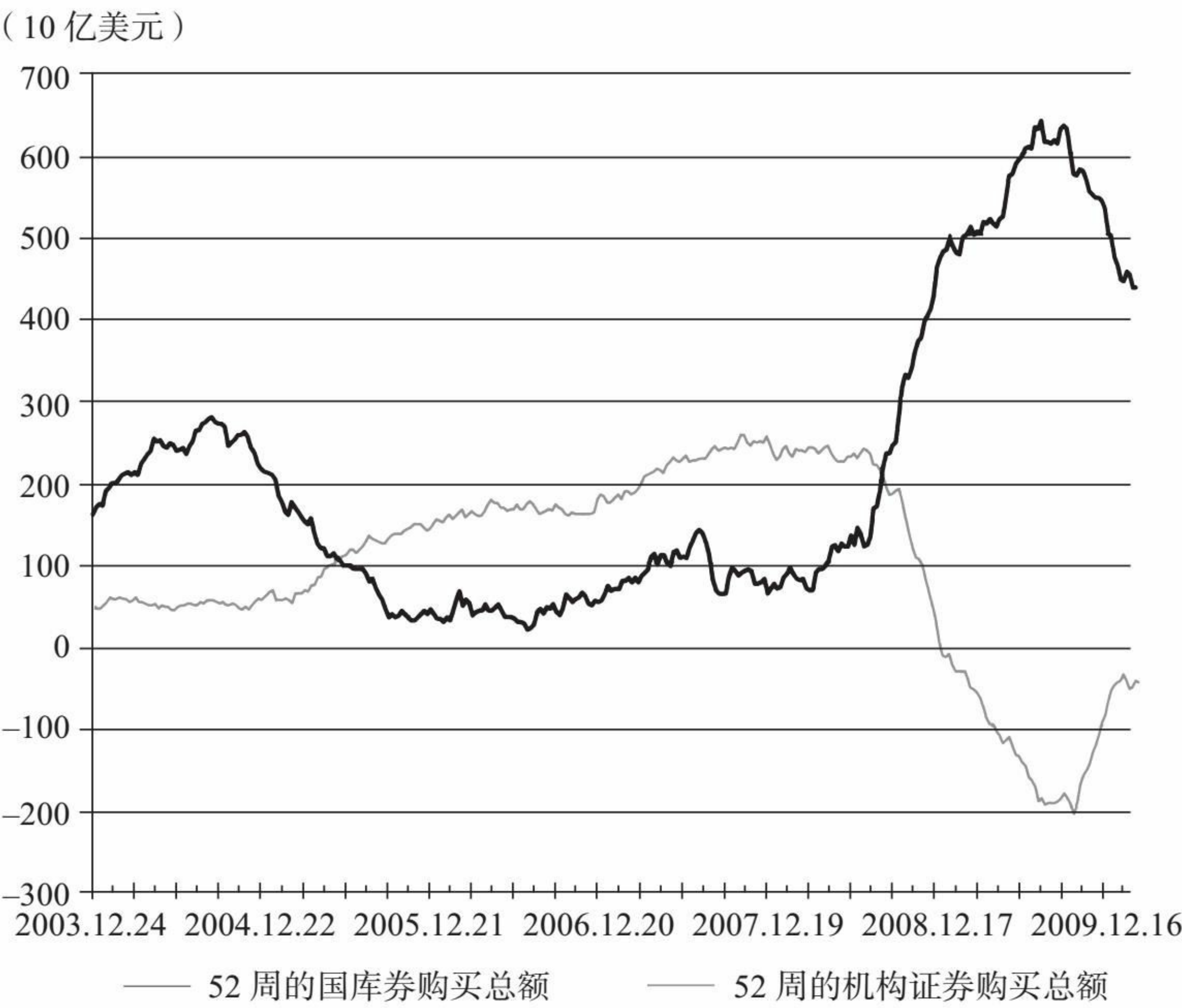


图5–2 外国投资者购买美国证券的52周变化图

资料来源：联邦储备委员会

美元仍是唯一

是什么导致了幻景和现实之间的差距？首先，一个简单的事实是，

尽管现在存在各种关于美国衰败的传言，但它仍然是世界上最大的经济体，仍然拥有世界上最大的金融市场。这种情况或许不会永远存在下去，但至少目前是这样的。

此外，美元还拥有“在位”优势。你可以想一下，出口商在出口商品时会以何种货币单位报价？出口商希望限制其产品相对于其他竞争品的价格波动，以免给他们的顾客造成困惑。如果其他出口商都以美元作为交易报价和结算单位，那么就个体而言，他们也会选择这样做。(注)然后，如此循环。

适用于贸易的同样也适用于其他国际交易。由于很多出口都是以美元计价和结算的，所以这也就使得美元成为外汇市场的主导货币，因为来自其他国家的出口商在向他们的供应商、工人和股东支付相关款项时，他们必须首先将所得的收益转换为本国货币。它让美元成为货币远期市场和期货市场的主导单位，因为出口商希望运用利用这些市场规避在交易进行期间可能出现的汇率变动风险。此外，同商品出口商一样，为避免他们的顾客陷入困惑，金融服务出口商也会与其竞争者一样，使用同一种货币为其产品计价。如此一来，过去国际债券以美元为货币单位的事实也就创造了一个趋势，使得国际债券继续以美元为货币单位。

对于很多中央银行来说，即便美国已不再是它们的主要贸易国和金融交易国，但它们同样希望以美元来稳定它们的汇率，当然，这也仅仅是为了稳定汇率而已。由于其他国家都钉住美元，所以一个国家这样做不仅会稳定该国货币与美元的汇率，而且还会稳定与其他国家货币的汇率。此外，各国也不愿意放弃钉住美元制，因为这是货币政策的基础，而任何变化都有可能导致不稳定。

中央银行希望持有作为本国外债和外贸货币单位的货币作为储备，因为它们可以用这些储备来减少债务和贸易流的波动。它们希望持有本国货币所钉住的货币作为储备，因为它们能以这些储备来干预外汇市场。

虽然央行都希望它们的投资能够有所回报，但它们也致力于限制它们的储备投资组合的风险。重要的一点是，就国内购买力（国内商品和服务购买力）而言，它们所钉住的货币是最稳定的。因此，这种货币与占主导地位的锚定货币是同一种货币也就不难理解了。截至2009年年中，54个国家钉住美元，而与之相对地，只有27个国家钉住新崛起的欧元。[注]

对中央银行的储备经理来说，计算美元与其他货币的结合是很有吸引力的。[注]他们所希望的，一是债务市场的流动性，二是货币的多样化。但同时实现这两点似乎是不现实的，因此美元也就从中得利。中央银行重视储备工具的流动性，因为它们可以利用这些储备工具进行市场干预。如果一种金融工具不能随时转换为现金，那么它就很难用于市场操作。

不论是以成交量还是以交易成本衡量，美国国库券和票据市场都具有其他市场所无法比拟的流动性，而这一点至关重要。很简单，美国国库券市场是世界上流动性最充裕的金融市场。它反映了美国经济的规模及其金融的发达。这种现状是自我强化的。因为美国市场具有充裕的流动性，所以外国投资者在那里进行交易，并将所持的财产集中在那里，而这反过来又给美国市场带来了更多的流动性。

在竞争国际金融中心和储备货币地位时，“在位”货币再次占据优势。“在位”并不是最重要的，而它的优势也正在削弱；随着现代信息技术的发展，不同货币的比价成本和相互兑换成本日趋下降。但正如所有政治家告诉你的一样，“在位”优势是不能忽略的。尽管美元再次“当选”的前景受到质疑，但至少从目前来看，它还不太可能落选下台。

其他货币的缺陷

另一个支持美元继续扮演国际角色的因素是其他所有竞争国际货币地位的货币都存在严重缺陷。英国和瑞士实在是太小了，英镑和瑞士法郎充其量只能是次要的储备与国际货币。两国都难以为全球金融市场提供其所需的规模庞大的债务工具。就经济规模而言，英国不过是美国的1/6，而瑞士更只是美国的1/30。市场规模对于流动性具有重要意义，但它们的货币在全球储备中所占的份额却非常之少。英镑在已确认的全球储备中所占份额不足4%，而瑞士法郎则不足1%。

对于规模更小的经济体来说，事实更是如此。当俄罗斯中央银行在2009年宣布将实现储备多样化并将加拿大元（又名“卢尼”）包括在内时，那些期望美元走向终结的人士欣喜不已。但这一宣布并未引起美元汇率的任何变化。加拿大政府债券市场的规模实在太小了，还不足以影响全球储备投资组合，而俄罗斯购买加拿大元的决定也并未对美元产生明显影响。

日本拥有较大的经济规模，但长期以来，日本政府并不鼓励日元在国际上的使用，因为它担心这会破坏日本所维持的竞争汇率，进而影响它的工业政策。[注]这种不愿意让日元走向国际舞台的做法现在已经成为历史。时下的日本官员迫切希望他们的货币能够发挥更大的作用，尤其是在亚洲，但过去的政策仍在影响着市场流动性。而10年来的零增长和零利率已让日本失去了作为储备货币的吸引力。在全部已确认的官方所持汇率中，日元仅占3%的份额。[注]进而言之，日本的老龄化和对移民的不友好政策并不支持其经济或货币在全球舞台上发挥更大的作用。

欧元：最大的竞争对手

虽然近期经历了一系列的困难，但就目前而言，欧元仍是美元最大的竞争对手。[注]欧元区拥有一种国际货币所需的规模。它的出口是美国

的近两倍。[注]在新兴的亚洲地区，德国是其主要的资本货物出口国。欧元区的公司在东欧地区开设分支机构，而该地区国家与西欧的生产网和供应链之间的关系也日趋紧密。欧元区的银行在东欧地区拥有并参与很多银行的运营。基于此，使用欧元进行报价和交易结算也就成为欧元区周边经济体乃至世界其他地区进出口商的必然选择。

如果说一流的国际货币需要一流的中央银行，那么现在欧元具备了这一条件。欧洲中央银行已经向外界展示了它对维持价格稳定的高度重视。虽然2010年春大规模购买政府债券遭到广泛批评，但它依然严格坚持维护价格稳定的使命。它并未表现出任何可能会采取通货膨胀政策的倾向。

同时，欧洲中央银行也深知它作为应急贷款机构的职责。在2008年危机最为严重的时候，它向那些先前曾借过欧元（无论是银行还是公司）的国家提供应急贷款。它向其他中央银行提供欧元，并兑换它们的货币。这些举措都表明中央银行已经认可欧元的国际角色。基辛格曾戏言道：“当你想给欧洲打电话时，你不知道该找谁。”但这已经不适用于货币政策了。你现在可以找欧洲中央银行。

作为一个雄心勃勃的储备资产供应商，欧元区也拥有规模庞大的政府债务证券。它的债券市场是对外国投资者开放的，对资本流的控制已经成为历史。

我们有必要回忆一下这些积极属性，尤其是在欧元成为货币交易者的攻击目标时。比如，在2008年危机时，欧元区就扮演了一个安全港的角色。这一事件表明，作为一种已被认可的国际货币的发行者，欧洲中央银行比仍独立于欧元区之外的丹麦央行或瑞典央行更能提供应急流动性。欧洲中央银行提供欧元应急支持。作为一种被广泛用于跨境交易的货币，欧元成为追求安全至上的投资者的避险首选。而在危机期间，这些属性使得欧元区成为一个安全的避风港。

在雷曼兄弟公司倒闭之后，欧洲中央银行出台的干预措施显得尤为

重要，当时它下调利率，并向金融市场注入了大量流动性。与之相反，仍作为国家货币管理者的丹麦央行却不得不提高利率，以应对外国投资者因去杠杆化而导致的克朗大幅贬值。但即便丹麦央行考虑汇率，并向金融市场注入大量克朗，也无助于丹麦国内与欧元有关联的公司和银行。在危机最严重时，丹麦央行不得不就换汇额度问题同欧洲中央银行举行磋商，后者为前者提供其所需的欧元，以帮助那些公司和银行减轻压力。

这些安排都是临时性的，它将来还会不会这样做则很难说。要想使用欧洲中央银行的流动性设施，唯一的方式就是加入欧元区。丹麦央行行长尼尔斯·伯恩斯坦在接受《爱尔兰独立报》（*Irish Independent*）采访时坦言：“这次危机已经表明，我们可以在欧元区之外管理好经济，但同时它也表明，如果加入欧元区，那么在遭遇危机时，丹麦会处于更有利的境地，可以更好地规避动荡的冲击，而且还可以利用欧元体系的设施。”[注]毋庸置疑，2010年欧元区遭遇的困难将会让那些准备加入其中的候选国家思虑再三。但若倒退回2008年，它们想必也会发现，待在欧元区之外也并不是特别有吸引力。爱沙尼亚已经通过投票，决定于2011年初加入欧元区。

英国是一个明显的例外，危机已经使得倾向于支持欧盟的工党政府的声誉受损，取而代之的则是一种欧元怀疑立场。伦敦是国际金融中心，而英镑也曾是国际储备货币，因此，如果英国加入欧元区，那将大大提升欧元作为国际货币的地位。但从目前的情况来看，英国在近期内不会加入欧元区，而早前进出汇率机制的不愉快经历也会让它在这一问题上思虑再三。[注]

如此一来，要想为欧元创造一个更大的平台，最好的方式就是发展成员国的经济。[注]但正在进行财政整顿的南欧国家现在进入了一个低增长时期。广而言之，经济增长并不是欧洲的强项。欧洲大陆有着僵化的产品市场和劳动力市场。公司不愿意招聘雇员，因为一旦雇用就不能解雇。新兴公司发展缓慢，因为它们面临着很多障碍。它们不愿意扩大规

模，而只有当它们有足够的信心时，才会采取行动，进而雇用更多的雇员。

有人认为这些问题被夸大了。但姑且抛开这些易争论的问题，就欧洲经济的发展而言，有一个问题是这个大陆所无法回避的，那就是人口问题。它的人口正呈现老龄化发展趋向。它的净生育率——一名已过平均生育年龄的女性所生育女婴的数量——仅为0.75，远低于保持人口稳定所需的数值。从土耳其和北非移民或许可以解决这一问题，但这并不为欧洲人所看好。大多数欧洲人都反对土耳其加入欧盟，虽然这是解决欧洲人口问题的一个有效方式。适用于日本的同样适用于欧洲：停滞的人口增长意味着停滞的经济增长。而这种停滞并不会为欧元创造一个更大的舞台，也不会让欧元成为一种更有吸引力的国际货币。

如果把“蛋”放在欧元的“篮子”里

欧元区的出口规模超过美元，且拥有高度发展的金融市场，而且还有世界一流的中央银行支持，所以在很多方面，欧元都明显是美元的替代品。尽管存在很多关于欧元的悲观讨论，但事实却是不容置疑的。在所有的外汇市场周转额中，欧元占了37%的份额；在所有的国际债券发行中，它占了31%的份额；在中央银行已公布的外汇储备的货币组成中，它占了28%的份额。[注]在所有关于“国际货币”的维度中，它都是唯一仅次于美元的，虽然它与领头羊之间还存在相当大的差距。

那么，为什么这一进程未能加速呢？作为一种新的货币单位，它的面世不过才十余年。还有一个事实，欧洲的债券市场规模和流动性也都不如美国。[注]

最根本的问题是，欧元是一个没有国家的货币。它是第一个缺乏主要政府支持的主要货币，这里没有欧元区政府，只有参与国的国家政

府。[注]欧洲委员会是欧洲联盟而非欧元区的执行机构，要知道，欧盟还包括尚未加入欧元区的英国、瑞典和丹麦等国家。在帮助面临金融问题的政府或迫使政府采取有悖于本国利益的措施方面，委员会的权力非常有限。在执行旨在限制预算赤字的《稳定与增长公约》问题上，委员会的软弱性就可以窥见一斑。

缺少欧元区政府成为阻止欧元在国际舞台上与美元并驾齐驱的主要因素。当欧洲出现经济和金融问题时，对它们进行管理需要各个国家政府之间的合作，而各方能否达成一致意见则不得而知。当一个政府遭遇严重预算问题且必须依赖国际援助才能解决时，需要征得作为一个集体的欧洲各国的同意。它们的领导人会就费用分担问题进行磋商，待他们达成一致意见之后，还需要各国议会批准。如此一来，采取迅速行动也就成为空谈，而无法迅速采取行动自然会引起人们对不可预测的金融危机的恐惧。反过来，这又使得世界其他地区国家的央行不愿意把它们的“蛋”放在欧元的“篮子”里。

希腊危机就表明了这一点。如何造成超国民收入13%的“硕大肥胖的希腊赤字”，这是雅典自己的事情，也是一个积压多年的问题。2010年初，投资者发现希腊的金融状况已岌岌可危。他们要求希腊政府在3年内将预算赤字削减相当于国民收入1/10的数额，否则他们就将离开。显然，这是一个异常艰巨的任务。

希腊总理乔治·帕潘德里欧采取大胆行动，试图削减预算赤字。但公共部门的工作人员并不认为应由他们来承担缩减开支的负担，因而反对大幅降薪。同样，家庭和公司也反对政府大幅加税的举措。[注]毋庸置疑，希腊政府和民众必须回到“量入为出”的时代，但同样，这些调整也面临着强大的政治阻力。而如果不进行调整，希腊政府则难以从市场获得用于偿付债务和资助其他活动的资金。如此一来，这个国家也就陷入了进退两难的境地。

除了重组公共债务之外，唯一的解决方案——且不论好坏——就是先前从未想过的“延伸式调整”。但只有在欧洲国家同意为希腊提供贷款

的情况下，“延伸式调整”才能够进行，而前提条件是雅典需要拿出一个可信的预算平衡计划。由此，欧元区缺乏强有力执行机构的问题也就暴露了出来。这里并不存在为希腊提供贷款的欧洲政府，而只存在德国政府、法国政府和其他国家的政府。由于大选临近，德国官员重点关注的并不是欧洲的利益，而是去迎合德国的选民。而德国的选择并不愿意救助因寅吃卯粮、过度挥霍陷入困境的希腊邻居。

所有这些都为政治人物提供了作秀舞台。德国总理安格拉·默克尔信誓旦旦地向国内选民表示她拒绝参与对德国的救助，但同时，她又私下里向帕潘德里欧做出救助承诺。为寻求更好的方案，帕潘德里欧威胁向国际货币基金组织求助，令法国和其他欧洲国家尴尬不已。投资者开始担心希腊会被迫违约，而债务违约则会损及大规模投资希腊债券的法国和德国银行。由于在希腊问题上缺乏令人信服的解决方案，所以投资者对葡萄牙、西班牙和其他南欧国家也产生了类似的疑虑。而这种疑虑又导致他们大肆抛售所持债券，进而引起人们对同样投资这些债券的欧洲各国银行的偿付能力的质疑。于是，欧洲各国领导人在布鲁塞尔举行磋商会议，同意为希腊国债提供1万亿美元的资金担保，而欧洲中央银行也同意紧急购买希腊政府债券。如此一来，灾难才最终得以幸免。对于外国央行和其他考虑在国际交易中使用欧元的人来说，这种边缘政策显然无法消除他们的疑虑。

所有人都知道需要什么来解决这一问题。欧洲需要对国家预算进行更有力的监督，从源头抓起，避免政府陷入这种困境。它需要对财政和其他政策进行更有效的协调，以免各国竞争失控。它不再需要凌晨两点达成的紧急协议，它需要的是一个正常的应急金融机制——一个由专家委员会运营的、对欧洲议会及成员国负责的欧元区危机管理机构。它将拥有共用资源，而对于那些政策运用得当且非因自身原因而遭遇金融问题的国家，它们可以提供贷款。它将拥有提供紧急金融援助的权力，不管是单方面提供还是与国际货币基金组织一同提供，而只要受援国实行调整措施，那它就可以提供。在主权债券市场遭遇危机时，它可以

购买欧元区的政府债券，从而避免欧洲中央银行被动而为。它将对债券持有者实施“担保品折价”（对其请求权的票面价值进行一定比例的减记），并为他们提供一个新债券的选择清单。[注]这样一个长期机制将有助于解决欧洲当下的困难，而更为重要的是，欧洲有了可解决未来问题的机构。

所有这些都涉及向一个欧洲机构进行国家特权的重大额外授权，这也是各国在这一领域并未取得重点进展的原因。然而，在希腊危机持续到第三个月时，德国财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒曾表示，欧洲需要这样一个机制。欧盟经济和金融事务专员奥利·瑞恩建议，在向国家议会提交预算之前，各国政府要向委员会通报其预算情况。他建议在敏感的国家安排问题上授予委员会监督权，比如用于预算谈判的议会程序，因为这有可能阻止合理结果的产生，再比如国家工资谈判安排的架构，因为这些安排会被用于维持竞争力。要知道，这些特权之前都被认为是不容他国染指的。欧洲中央银行下发文件，支持加强对国家政策的监管力度，并支持创建欧元区危机管理机构。[注]更具重要意义的是，这在6月底获得了由国家元首和政府首脑组成的欧洲理事会（European Council）的同意。

欧洲各国政府是否已准备采取这些举措仍不得而知。德国选民会同意将他们纳的税用于资助欧元区危机管理机构的运营吗？欧盟对预算规定会严肃执行吗？货币联盟的成员国会允许欧洲委员会染指国家特权用于预算和工资谈判的程序与规定吗？

所有这些问题的答案都是不确定的。而只要欧洲缺乏创建应急金融机制的政治意愿，不愿意出台完善货币联盟所需的其他政策，那么欧元作为美元替代品的经济吸引力就会相当有限。

货币：大国至上

从历史上来看，领先的国际货币向来都是由领先的国际大国发行的。没有任何事情可以危及这个国家的生存。美元在第二次世界大战后成为主导货币，原因之一就是“美国堡垒”是安全的。正如英国政治经济学家苏珊·斯特兰奇在“冷战”时期所言：“我们可以想象这样一个未来场景，联邦德国被强大的苏联红军占领，而大西洋彼岸的‘堡垒美国’仍能保持完好。反之则不然：如果美国遭到入侵或北美大陆遭核攻击变为废墟，那么联邦德国将无以生存。只要这种根本的政治不对称继续存在，那么德国马克就不会成为国际货币体系的中心货币。”[注]外国央行和其他投资者都希望确保资金安全。而这种安全并不仅仅是金融意义上的安全，还包括其他的安全维度。

此外，领先的大国也拥有塑造国际关系和国际机构以支持其货币的战略与军事能力。在第二次世界大战之后，美国有能力让其盟国支持美元，而联邦德国等国除遵从之外别无选择。基于其无法比拟的实力，美国得以在布雷顿森林会议及之后时期塑造国际机构，以支持美元的超级特权。而相比之下，欧洲则缺乏共同的外交政策。在改革国际货币基金组织和国际金融体系以减少对美元的依赖方面，它甚至都没有自己的立场。

随着时间的推移，在改革国际货币体系方面，欧洲将走向共同立场，以进一步强化欧元的地位。在改革国际货币基金组织方面，它也会走向共同立场。但对欧洲来说，这些改革并不会一蹴而就。这个大陆会一如既往地逐步前行，朝着更深层次的一体化迈进。而由于机构改革将会很慢，所以欧元上升为国际货币的进程也将会很慢。

对于欧元来说，赢得市场份额最快的一个地方或许就是欧元区的周边地区。欧元已经成为非欧元区欧盟国家用于贸易结算和报价的主导货币。此外，欧盟也正在寻求与南欧和东欧的非欧盟国家发展更紧密的关系。它已经发起了“地中海联盟”，以深化与地中海周边非欧盟国家的关系。它依赖于俄罗斯的天然气供应，而反过来，这也就意味着俄罗斯的收入依赖欧盟。

随着与欧盟关系的日趋紧密，欧盟周边国家对欧元的依赖将会进一步加强。2009年，俄罗斯宣布提高欧元在其用于指导外汇政策的一篮子货币中的比重，这也反映了欧元区在俄罗斯对外贸易和支付中的重要性日益增强。而在俄罗斯的外汇政策中，随着欧元重要性的不断提升，俄罗斯中央银行必将进一步增加其所持的欧元计价储备。

这仍是一个地区储备货币而非全球主导货币的处方。欧元要想在国际舞台上挑战美元，下面两件事情必出现其一。第一，对待主权的态度必须予以改变。欧洲必须向更深层次的政治一体化发展；它必须发行欧元区债券，并利用美国国库券市场的流动性创造政府债券市场。第二，美国经济政策出现重大失误，导致其他国家失去对其货币的信任。

中国的压力

在2008年的年度报告中，俄罗斯联邦中央银行（Central Bank of the Russian Federation）披露，其所持储备中的美元份额已经从2007年底时的47%降至2008年底的41.5%，而欧元所占份额则从42.4%上升为47.5%。然后，在2009年年中，俄央行第一副主席阿列克谢·乌卢卡耶夫在一次针对美国的言论中表示，俄罗斯将进一步减少美元计价资产在其投资组合中所占的份额。

不管采取何种举动，俄罗斯都不会对美元产生重大影响。中国则不然，因为它持有的规模实在是太庞大了。它所持的美元资产几乎是俄罗斯的8倍。在为外国官方所持有的美国国库券中，中国占了近一半的份额。[注]在中国2.5万亿美元的储备中，大约有65%是美元计价资产。[注]若中国抛售的美国国库证券多至可改变其储备投资组合的构成，那么就会导致这些证券的价格大跌。由于美元在中国的储备中仍占有相当大的份额，所以在一定程度上，中国人民银行将会遭受额外的会计损失。如

果它将大量资金转移到其他货币上，那么美元就会贬值，而它所持的剩余美元就会遭受损失。(注)

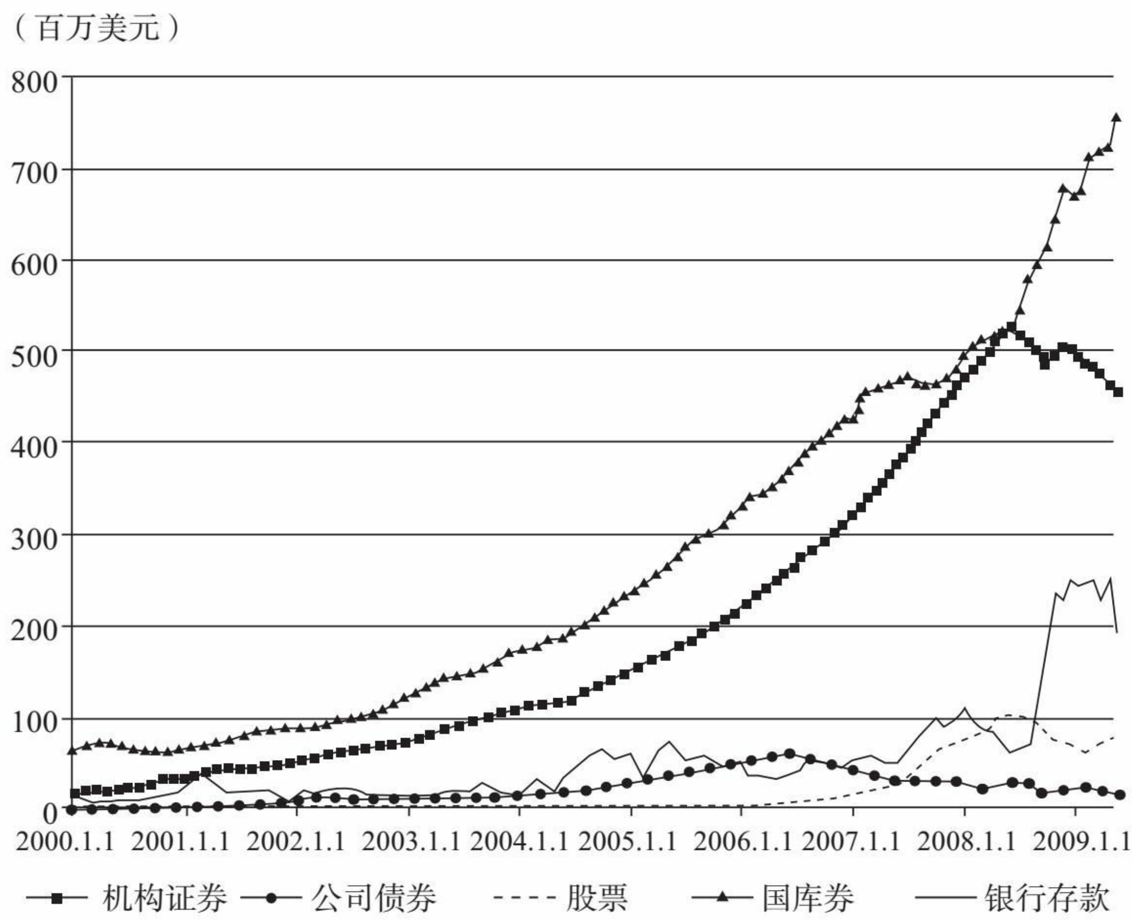


图5–3 中国持有的美国证券

资料来源：贝尔托和泰森（2007）

由于美元贬值会使美国进口更加高昂，所以中国出口商会受损。对于就业增长依赖出口的中国来说，这并不是一件小事。

此外，美国国库券市场崩溃会导致美国利率大幅上升，因而中国的举动不会受到美国对话者的欢迎。而导致美元大幅贬值的交易会引起投资者的恐慌，并会破坏国际市场，因而也不会赢得其他国家的欢心。正如凯恩斯所言：“当你欠你的银行经理1000英镑时，你要看他的脸色；而当你欠他100万英镑时，他要看你的脸色。”

在这样一种环境下，一个明智的策略就是以一种不引人注目的方式逐步调整投资组合。而这也正是时下中国在做的。美元在储备投资组合中的主导地位已经开始出现下滑，但这种下滑是一步一步的，而不是突然而至的，各国的逐步调整就是其原因之一。

诚然，中国官员也面临行动压力。这一问题成为中国国内焦点并不足为奇，因为中国的外汇储备已经达到人均2000美元的水平。这相当于中国人均收入的1/3。在2009年，中国的《环球时报》进行了一项在线调查，其中87%的受访者表示中国的美元投资是不安全的。在2009年访华期间，美国财政部长蒂莫西·盖特纳前往北京大学演讲，并试图向在座的学生表示，中国所持的美国国库债券是安全的，但这番话引来的只是哄堂大笑。注

中国希望美国赔偿其所持美元计价证券的所有损失，就像1967年英镑贬值后英国政府向英镑区成员国所提供的担保一样。但在这一问题上，要想获得美国国会通过，恐怕比登天还难。

呼吁特别提款权

在认识到出售美元的危险性之后——即便交易能够安全执行，也不知道该用什么来取代美元——中国开始寻求其他选择。2009年3月，一向以理性著称的中国人民银行行长周小川表示，国际货币基金组织的特别提款权最终应取代美元成为世界储备货币。注他的这一言论引起了广泛关注。我们知道，特别提款权是国际货币基金组织的一种记账请求权，于20世纪60年代末创建，作为美元的补充用于官方国际交易。周小川在讲话中，甚至还明确提到了“特里芬困境”，为特别提款权提供分析支持。注

特别提款权迅速成学界讨论的焦点。中国、俄罗斯和巴西表示它们愿意购买700亿美元的特别提款权计价债券，以充实国际货币基金组织的资源。[注]以诺贝尔奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨为主席的一个联合国委员会，主张扩大一种类似于特别提款权的国际单位的角色，但委员会成员并不希望由国际货币基金组织来发行这一单位——因为他们并不赞同该组织的政策，而是希望将发行权归“全球储备银行”（Global Reserve Bank）。但这该如何运作则不得而知。正如该委员会在其报告中所指出的：“设立这样一个体系，还有很多细节问题需要解决。”[注]

在理论上讲，这一呼吁并不难理解。基于全球贸易和金融的扩张，授权国际货币基金组织或类似的实体提供大规模的记账请求权，可以解决国际收支差额的保险问题。与其积聚美元以备不时之需（用于支付外国债务和购买外国商品），还不如使用特别提款权，因为其他国家的政府必须接受这一单位。特别提款权的使用可以消除美国所享有的超级特权，并可提高世界金融市场的安全水平。创造一种现存国家货币的替代品将可以解决中国等持有大量储备的国家的困境。

推行特别提款权的障碍

特别提款权在当下仍是一个小角色。即便在2009年4月决定向国际货币基金组织成员国增发2500亿美元特别提款权后，特别提款权在全球储备中所占的份额仍不足5%。

与规模问题相比，更为重要的是实用问题。储备资产只有在其可用时才有吸引力，而特别提款权的实用性却相当有限。特别提款权可用于结算对政府的债务和对国际货币基金组织本身的债务，除此之外，并无他用。它并不能用于干预私人市场，因为没有私人市场是用特别提款权交易的。它不能用于贸易的报价和结算，因为没有贸易是用特别提款权

报价和结算的。[注]只有当大量贸易是用特别提款权报价和结算时，央行才会对它感兴趣。只有当私人信贷使用这一单位时，它才会对央行产生吸引力。而在此之前，在使用特别提款权时，央行将不得不先把它们转换为美元和欧元，而这又会带来额外成本和诸多不便。在现行的体制下，这一转换至少需要5天的时间，而对于危机中的国家来说，这一过程无疑是极其漫长的。

要想让特别提款权具有吸引力，则需要建立可交易特别提款权的深度的和流动性充裕的市场。建立可以让政府和公司以可竞争成本发行特别提款权的市场是很有必要的。银行将必须接受特别提款权计价存款，并发放特别提款权计价贷款。此外，重整外汇市场为交易者提供便利也是很有必要的。这样一来，以泰铢购买韩元的交易者就会首先将泰铢兑换为特别提款权而不是美元。

任何对这条道路持认真态度的人都应该了解一下早前努力为特别提款权创造私人市场的失败。1981年，国际货币基金组织寻求建立这一市场，将组成特别提款权的货币数量从16种减少为5种。这16种货币包括所有占世界贸易额至少为1%的国家的货币。然而，如此多的货币种类使得特别提款权难以理解，而且它还包括一些不能自由交易或并不存在远期市场的国家的货币，比如沙特里亚尔、南非兰特和伊朗里亚尔等。银行拒绝接受特别提款权计价存款，因为它们并不能对冲远期市场的风险，且无法规避汇率变化带来的损失。

通过将特别提款权一篮子货币减少至美元、德国马克、日元、法郎和英镑，国际货币基金组织认为它可以解决这些问题。为测试市场反应，商业银行打出了提供特别提款权存款单的广告。投资银行为政府和公司承销特别提款权债券。在1981年第一季度，确实有一些投资者表现出了投资兴趣。但当时保罗·沃尔克执掌的美联储仍在与通货膨胀斗争，而这一时期也是美国高利率和美元走强的一个时期。在1981年第一季度，特别提款权对美元贬值7%，导致储蓄者和贷款者的利息全部亏空。

或许有人想，对于借款者来说，他们希望有一种能随着时间推移而不断贬值的货币。事实上，瑞典在1981年初就取得了特别提款权的银团信贷，但同样采取这一行动的政府屈指可数，只有冰岛和科特迪瓦等小国家。正如纽约联邦储备银行在1981年底给出的一个低调评估：“迄今为止，非银行投资者和借款者的利息是适中的。”[注]在此之后，它甚至变得更加适中了。

显然，这就是进展缓慢的原因。由于这一工具缺乏流动性，所以最先发行特别提款权债券或存款的私人实体会承受额外的成本。从定义来看，第一笔私人特别提款权并不是在广阔的深度市场交易的。购买者需要额外的补偿才会持有私人特别提款权。由于流动市场上已经存在以国家货币计价的请求权，所以私人特别提款权在交易中处于劣势。

此外，任何想借入或贷出一篮子货币的人都倾向于选择“量身定做”的篮子，因为这可以更好地满足他的财务需要，而且这些货币也可以在流动性更好的市场交易。很难想象，组成特别提款权篮子的这5种货币所占的比重会与投资者所持的以这5种货币计价的债券的比重一样。如果分散持有不同国家的债券会给投资者带来好处，那么他就会建立自己的投资组合。而由于买卖私人特别提款权的成本高昂，所以特别提款权与定制的投资组合相比并不具有成本优势。

持续投入

建立特别提款权计价证券私人市场需要利益相关方的持续投入。在本案例中，这里的利益相关方是指政府。换句话说，如果中国真的想给予特别提款权以储备货币地位，那么它就必须采取措施，建立一个特别提款权流动市场。它可以在香港发行自己的特别提款权计价债券。这一举措比从国际货币基金组织购买特别提款权债券更有意义，因为从国际

货币基金组织购买的那些债券并不会用于交易，因而也就不会增强市场流动性。以特别提款权计价的中国政府债券则是另一回事。同美国国库债券一样，这样一个工具也会得到投资者的积极响应。而一旦中国采取举措，那么巴西和俄罗斯也会跟进。

最先发行特别提款权债券的政府将会付出代价，因为投资者在持有这些债券时会要求一个利率溢价。债券持有者会要求额外的补偿，因为这是一个新出现的且缺乏流动性的工具。但天下没有什么是免费的。这一代价也是一种投资，目的是打造一个更稳定的国际体系。时间将会证明中国等国是否愿意付出这一代价。

接下来的问题是，谁会购买由政府发售的这些证券。很多政府债券都由养老金和保险公司持有，因为它们可以用这些债券的收益支付其客户的收益。国内政府债券拥有一定的优势，因为它们的计价货币同养老基金和保险公司支付给其客户的货币是同一种货币，因而它们也就不必担心汇率的变动。

特别提款权债券的计价货币与养老基金和保险公司支付给它们客户的货币是不一样的。如果美元对欧元贬值，那么持有特别提款权计价投资但背负着欧元计价负债的欧洲保险公司就会陷入困境。[注]有朝一日，可能会在遥远的将来，投保人和领取养老金者或许会期望收到以一篮子货币计价的付款。之所以这样讲，只是想说，要建立一个有深度的、流动性充裕的且供销两旺的特别提款权市场，还有很长的路要走。

要满足全球储备需要，则需定期大规模增发特别提款权，而这同样面临一个问题，那就是谁应得到这些特别提款权。当国际货币基金组织成员国增加特别提款权数量时，它们会按照一个商定的方案进行分配。但未来应该使用什么样的方案呢？特别提款权要按现存储备的比例进行分配吗？还是主要分配给最需要特别提款权的世界最贫穷国家？若在谁应分得这些“糖果”的问题上无法达成一致，那么就不太可能发行规模相当于现存储备货币规模的特别提款权。

最后，在一个以特别提款权为国际主导货币的世界，国际货币基金组织必须具备在危机时迅速采取行动的能力，特别是增发特别提款权的能力，比如，美联储和欧洲中央银行在2008年时就通过美元与欧元互换确保了充裕的美元流动性。在现行规定下，发行特别提款权需征得国际货币基金组织成员国85%的投票权同意。[注]显然，这一规定并不适于快速采取行动。国际货币基金组织管理层应得到授权，让其决定特别提款权的发行，就像美联储可以决定提供额外的美元互换一样。换句话说，要想让特别提款权更像一种全球货币，国际货币基金组织应该让自己更像一个全球中央银行和应急流动性提供机构。同样，这也不是一朝一夕就能完成的。

从理论上讲，全球货币应由全球中央银行负责发行和管理。国际货币基金组织向来不乏雄心勃勃的董事总经理，他们建议扩大该机构的职权，并使其朝着全球央行的方向发展。但从现实意义上讲，只要没有对该机构行动负责的全球政府，那么就不会有全球央行。没有全球政府，就意味着没有全球央行，就意味着没有全球货币。此一逻辑，毋庸赘言。

特别提款权至多可以充当一个有限的角色，作为现存储备的一种补充。因为特别提款权是以一篮子货币定义的，所以积聚特别提款权将会是中央银行适度调整储备投资组合，以使其朝着减少美元方向发展的另一种方式。发行特别提款权具有一个优势，那就是它的成本低廉。由于特别提款权只是一种记账请求权，所以它并不会损耗实际资源。寻求额外储备的国家不必为了得到特别提款权而放弃消费或保持出超。此外，这也是限制未来储备货币国家超级特权的一种方式。

限制并不等于消除。中央银行只会持有一部分特别提款权作为外汇储备，因为特别提款权并不具备流动性，也不用以市场交易。特别提款权并不会取代央行储备中的国家货币，因为它并不具备国家货币的其他功能。

中国的象征性姿态

中国央行行长周小川自然清楚这些困难。他在这个行业已经多年，曾在多家银行任职，并担任过中国国家外汇管理局局长。他参加过堪萨斯城联邦储备银行（Federal Reserve Bank of Kansas City）在杰克逊霍尔举行的会议，并就特别提款权能否作为国际货币等问题同与会人员进行了讨论。

或许有人会问，周小川提出特别提款权问题的动机是什么。一个答案是，他的特别提款权建议是为替代账户打掩护，而通过替代账户，国际社会便可分散中国所持的美元。关于在国际货币基金组织开设账户，用特别提款权替代央行所持美元的想法早在20世纪70年代末即被首次提出，这也表明了当时人们对美元前景的忧虑。[注]由于在谁应该承担美元损失的问题上未能达成一致，所以这一想法并未付诸实施。由于美国政府并不愿意承担美元损失，所以风险仍由国际货币基金组织的全体成员国承担。但由于这些成员国都急于放弃自己所持的美元，所以这一计划也就失去了意义。这就好比是将那些美元从一个裤兜里转到另一个裤兜里。

2011年，20世纪70年代式的替代账户——用特别提款权替代各国央行急于出售的美元——再次引起热议。[注]但同样，这一建议注定无法实施，因为各国在这个问题上仍无法达成一致：如果美元对其他货币贬值，那么谁应承担替代账户的损失？如果承担损失的是国际货币基金组织（该账户的管理机构）的成员国，那么这不会实现任何目的。国际货币基金组织近85%的份额掌握在美国之外的国家手中，它们希望通过一个替代账户来减少它们所持的美元。相比之下，如果美国同意补偿该账户的损失，那么它就会背负上极其庞大的金融负债，而这并不是它所愿意做的。对于中国央行行长周小川来说，他显然很清楚这一点。

对于周小川的倡议，一个更有说服力的解释是，这是一种象征政

治。他想要传递的信号是中国对当前的安排是不满的。在“二十国集团峰会”前夕，他发表演讲提醒其他国家应正视中国的观点。他建议强化特别提款权的作用，意在突出中国倡导的以规则为基础的多边体系。

中国追求什么

我认为导致特别提款权建议一无进展的最根本的原因或许就是中国另有他选，也就是说，中国想让人民币成为国际货币。如果人民币被广泛用于国际交易，那么中国就不必再持有外汇，不必用这些外汇来平衡国际收支或资助从事跨境交易的公司。就像现在的美国一样，它只需按照需要印制自己的货币即可，将享有一个储备货币国家的所有好处。

显然，中国正在思考这些问题。举个例子，2008年，中国银监会上海银监局副局长张光平在回答记者提问时就表示，人民币在2020年可能会成为国际货币。[注]

2020年还很遥远。之所以说遥远，是因为在可预见的未来，人民币仍不能自由兑换。不能自由兑换意味着外国人只可用人民币购买中国的商品，但也有少许例外。中国虽允许人民币用于跨境交易，但这仅限于屈指可数的几个邻国，如蒙古、越南、柬埔寨、尼泊尔和朝鲜，以及中国的两个特别行政区香港和澳门。而且，只有“精挑细选”、值得信赖的公司才被允许使用人民币进行交易结算。[注]

这些限制措施旨在防止出现虚报进出口商品价值以规避中国资本管控的情况。如果一个香港居民想以非法手段将资金转移到内地以投资房地产，那么他就可以夸大其从广州进口商品的价值，多报支付款，而下次再到广州时，他便可从与其合谋的公司那里拿回资金。同样，如果一名广州商人想以非法手段将资金转移到香港，那么他也可以夸大支付给

香港出口商的款项。[注]这就是为什么只有值得信赖的进出口商才被允许使用人民币进行跨境交易的原因。这些限制措施可以让中国经济免于资本流波动的冲击。但同时，它们也限制了人民币在国际上的使用。

巴西和中国在2009年宣布它们正在探求在双边交易中使用两国货币进行结算的方式，引起了广泛关注。[注]但这些探求更多的是为了宣传两国的贸易。鉴于中国的人民币不能兑换为巴西雷亚尔的事实，一个典型的巴西公司持有人民币又有什么用呢？只有从中国进口或寻求在中国投资的巴西公司才会在出口时接受人民币，而这类公司显然屈指可数。巴西和阿根廷在2008年9月也达成了一个类似的协议，同意在双边交易中使用两国货币进行结算，但事实表明，在实际交易中它们仍使用美元。

中国并不是阿根廷。它的贸易仍在继续扩张，中国公司将会促使它们的顾客在交易中使用人民币进行结算，因为这样做可以保护它们免受货币波动的冲击。在20世纪80年代，日本贸易也曾出现过这种情况。随着日本公司掌握的话语权越来越多，它们也越来越坚持以日元进行出口结算。但即便如此，以日元进行结算的出口份额也从未达到40%以上，原因就在于日元缺乏国际货币的其他属性。在可预见的未来，由于人民币同样缺乏这些属性，所以它的表现能否超越日元仍不得而知。

同样，中国与阿根廷、白罗斯、印度尼西亚、韩国和马来西亚签署的货币互换协议也并不是很实用。其他央行无法用人民币干预外汇市场。它们无法使用人民币从第三国进口商品，也无法将人民币支付给外国银行和债券持有者。相比之下，韩国银行（Bank of Korea）在2008年10月从美联储获得的300亿美元互换额度则可用于外汇市场干预。如果中国向其他国家提供美元互换额度，那么它作为应急信贷供应国的地位将会进一步加强。但互换作为强化人民币国际角色的一个工具，其所发挥的作用也就只有这些。

假以时日，通过发展并开放流动证券市场，中国可以加强人民币的国际角色，可以让它的货币自由地用于金融和商品交易。但问题是：这个假以时日需要多长时间？中国已经在这条路上走了十余年，但现在只

是朝着这一方向迈出了很小的一步。原因很简单：既要保持金融稳定，又要实现国内外资产的完全自由买卖，这需要严格的前提条件。市场必须更加透明，银行必须商业化，监管必须进一步强化，货币政策和财政政策必须是稳健的，而为应对大规模的资本流，汇率也必须更加灵活。

换句话说，中国必须首先改变以银行贷款和钉住汇率为支柱的增长模式。这说起来容易，做起来难。通过中国对2008年危机的应对方式可以看出，它并没有朝着这一方向发展，而是要求银行加大贷款，并强化人民币钉住美元的政策以维持出口增长。所有这些都表明，中国迈向更开放的金融市场的步伐将是缓慢的。

人民币的未来

债券市场的政策就是一个佐证。直到2010年，中国各银行和多边银行如世界银行（World Bank）和亚洲开发银行（Asian Development Bank）才被允许销售人民币计价债券，且只准在中国境内销售。当局不愿意让外国公司在中国发行债券，因为这样做会削弱政府引导储蓄进入中国产业的能力（20世纪70年代的日本就遭遇过这种情况）。如果外国公司向中国投资者提供更有吸引力的产品，那么他们的储蓄就不会自动流入中国的银行，因此也就不会进入政府所支持的企业。

2009年夏，汇丰控股（HSBC Holdings）成为首家可在中国香港出售人民币计价债券的外国银行。是年9月，中国政府在香港发行了63亿元的人民币计价主权债券。这一规模不足10亿美元，对中国来说可谓九牛一毛，但却有着很强的喻示意义。之后，在2010年7月，香港的一家公路建设公司——合和公路基建有限公司（Hopewell Highway Infrastructure）成为除银行外首家被授权在境外发行人民币计价债券的公司。

在香港打造一个以人民币计价的金融工具市场是一回事。只要香港的金融市场和内地的金融市场是分开管理的，那么外国投资者的行动就不会损害中国政府将资金输送至其所支持产业的能力。而在上海建立一个对外国发行者全面开放的人民币计价债券市场则是另外一回事。它会破坏中国当局将储蓄输送到国内产业的能力。中国的储蓄者会把这些债券（其收益是以国内货币支付的）视为银行存款（最终流入工业发展领域）的有力替代品。这样一来，中国发展模式的根基就会受到威胁。

不过，中国决策者已决定，到2020年将上海打造成一个国际金融中心。而要实现这一目标，中国需要更深的、流动性更充裕的市场。它需要向外国投资者开放这些市场，而这也就意味着中国时下所依赖的可靠的增长模式需要做出一些改变。此外，放开外国投资者进入中国金融市场的限制也需要中国建立一个更灵活的汇率机制，以应对大规模的资本流入和资本流出。[注]虽然这些变化并非一朝一夕就能完成的，但我们不妨想一下当年的美国，美元从一种毫不起眼的货币成长为领先的国际货币也只用了不到10年的时间。换句话说，中国当局的规划是完全有可能实现的，美国就是一个例子。

设立联邦储备系统和在纽约建立美元承兑汇票市场是美国主要的制度变化，但对中国来说，要想实现人民币的自由兑换，中国经济需要做出更多改变。而中国能否在短短10年内完成这些改变则有待进一步观察。

到2020年将人民币提升为储备货币似乎也是一个难以实现的宏伟计划，因为在未来的10年里，即便中国保持7%的年增长率（与过去相比速度降缓，因为人口红利已在消减，但7%的增长率在历史上仍是极为罕见的），那么按照市场汇率计算——市场汇率对国际交易至关重要——中国的GDP到2020年时也只有美国的一半。与美元相比，人民币的国际舞台要小很多。而美元市场的流动性也是人民币市场所无法比拟的。

这意味着人民币在储备中所占的份额仍相当有限。人民币储备对于

那些与中国有着密切贸易往来且在中国从事金融业务的国家，以及外汇市场深受人民币影响的国家最有吸引力。也就是说，持有人民币储备的国家将主要集中在亚洲，就像持有欧元储备的国家主要集中在欧洲一样。

或许，将来有一天人民币会成为美元的强劲对手。然而，在可预见的将来，要想与美国这个更大的经济体的货币并驾齐驱，人民币还有很长的路要走。它会成为地区储备货币吗？会的。它会成为次要储备货币吗？会的。它会成为主要储备货币吗？至少现在还很难想象。[注]

黄金储备

最后，还有一些小的替代方案需要澄清。黄金向来都不乏拥趸。在他们看来，即便国际社会对美元保持信心，黄金资产也是包括中央银行在内的国际投资者的第一选择，而在对美元失去信心的情况下，自然更是如此。但实际上，在过去的大半个世纪里，央行却一直朝着相反的方向发展。在它们的国际储备中，黄金所占的份额从1913年的近70%降到了现在的不足10%。自1988年以来，央行每年都在出售而不是买入黄金。

它们之所以这样做，原因很简单。在进行紧急金融交易时，金融工具更为便利。当一种货币受到压力而央行被迫予以支持时，它用美元直接买入这一货币显然要比先卖出黄金再取得所需美元简单得多。在购买进口商品方面，黄金也不是一种便利的工具。试想，在商品交易中，面对黄金和美元计价支票，又有多少公司会选择前者？在支付国外债务利息或进行其他金融交易时，黄金也都不是一种便利的工具。

例外反证规律。2009年底，印度储备银行（Reserve Bank of India）从国际货币基金组织购买了200吨黄金[注]，从而使黄金在该行储备投资

组合中的比重从4%上升至6%。然而，需要指出的是，这是国际货币基金组织这个机构出售黄金，而出售黄金的原因则是为了更好地利用其金融资源。自2008年起，国际货币基金组织为匈牙利、冰岛、拉脱维亚和乌克兰提供了紧急金融援助。在应对金融危机时，它需要为它们提供现金——实实在在的美元和欧元，而为它们运送金条则不会如此便利。[注]

另外，印度有着灵活的汇率，有资本流入和流出的限制措施，以及相对稳健的银行系统。而且，当时印度央行并不需要太多的外汇储备进行市场交易。考虑到美元可能贬值的问题，印度储备银行适度增加了黄金在其储备投资组合中所占的份额。[注]

其他中央银行会跟进吗？在印度颇为高调的交易之后，委内瑞拉、墨西哥和菲律宾在当地市场买入少量黄金，而斯里兰卡和毛里求斯的中央银行也从国际货币基金组织购入少量黄金。据报道，俄罗斯中央银行也购买了数量有限的黄金。但在2010年初，国际货币基金组织被迫承认，它尚有200吨待售的黄金没有找到买家。此即中央银行转持黄金的情况。

在这里，潜在的大交易者依然是中国。自2008年以来，中国已经适度增加了黄金在其投资组合中的比重。如果它继续朝着这一方向迈进，那么黄金在央行投资组合中所扮演的角色就会进一步强化。但中国再一次陷入困境，因为它的储备规模——其中美元储备占多数——太庞大了。大规模抛售美元并买入黄金将会压低美元价值，导致中国央行尚未售出的美元受损，并推高中国出口的成本。此外，这样做还会抬高黄金价格，导致继续购买黄金的成本增加。

黄金投资者永远都会存在，但显然，他们所投资的黄金与充当货币角色的黄金并不是一回事。

实际资产

另一个颇有争议的选择就是实际资产。包括中国在内的多个国家已经将其所持的部分储备转移到主权基金，用于投资林地、油田、炼油厂或其他实际资产。美国或许可以通过通货膨胀减少其国库证券的价值，但它却不能减少新西兰林地或西非石油的价值。

对于外汇储备超其所需的国家来说，这是一个相当不错的策略。显然，中国不太可能把其全部2.5万亿美元的储备都用于外汇市场干预或美元负债银行的资本调整。因此，将其中一部分储备用于投资实际资产也就成为明智的选择。虽然这些投资缺乏流动性，但这并不是什么大问题，因为对中国来说，它不太可能面临必须出售这些资产的紧急情况。不无巧合的是，挪威也是最先采取这一策略的国家之一。通过天然气销售，它积聚了超过金融市场干预之需的大量外国资产，并以此设立了主权财富基金，用以投资实际资产。

对于那些有可能动用全部储备进行市场干预的国家来说，情况就有所不同了。在出现金融突发事件时，出售林地获取美元比以黄金兑换美元甚至更为困难。我们不妨看一下哈佛大学的情况。在2008年金融危机之前，该校捐赠基金在新西兰购买了大片林地。在2006年评估时，林地在哈佛捐赠基金地产投资组合中占了12%的份额。然而，在2008年和2009年该基金急需现金时，它却遇到了大麻烦，因为在当时这些林地很难卖出去。这并不是那些重视流动性的投资者所应采取的策略，这也不是中央银行所应采取的投资策略。

多货币共存

那么，将来的世界又会是怎么样的呢？那将是一个多种国际货币共存的世界。这样的一个世界即将到来，因为当前世界经济正朝着多极化方向发展，而作为美元垄断权的传统基础也因此被逐步侵蚀。第二次世

界大战之后，美国主导国际经济，而美元主导国际货币和金融事务也就变得理所当然。美国主导世界贸易。全世界只有它拥有流动性充裕的深度金融市场。作为一种国际货币，美元没有任何竞争对手。

时至今日，重要的贸易国越来越多，拥有充裕流动性金融市场的国家也越来越多。2008年的金融危机加快了从以美元为主导的国际体系向多极化国际体系的转变，而这次危机也暴露出了美国金融的脆弱性，并彰显了新兴市场的强大力量。但即便在危机之前，关于多极化经济世界和以美元为主导的国际货币体系之间的紧张关系，也已明晰可见，而且已经到了必须解决的地步。早在那时，各国在这一问题上就已经达成一致。

这个多种货币共存的世界何时到来，将取决于“在位”货币的优势。回想一下这个论断：国际货币地位的竞争受制于存在现状偏差。它让单个出口商和债券发行商使用与其他出口商和债券发行商所使用货币一样的货币。这样一来，现状也就得以维持。这个现状选择就是美元。

与过去相比，这一机制在将来的影响力将会下降。之前，它可以让进口商、出口商和债券承销人使用与其他进口商、出口商和债券承销人所使用货币一样的货币，因为如果不使用同一种货币，就会给他们的顾客造成困惑。由于难以获得关于不同货币价值的最新信息，且不同货币之间兑换存在高昂成本，所以一个人使用其他人都使用的货币单位会给自己带来很多好处。在交易中被所有人使用的货币必须拥有流动最充裕的市场，因为所有人都在用它进行交易。领先货币的这种主导地位是自我强化的。[注]国际货币地位是一种自然垄断权，就像城市用水或电力一样。[注]

21世纪是一个不同的世纪。现在，每个人的口袋里都装着一个可以提供实时信息的装置，它可以用来比较不同货币的价格，可以用来比较不同债券的价格，可以用来比较美元与欧元贸易信贷的成本。基于技术变革，原本被认为是自然垄断的行业也有了更充分的竞争，比如电力和电话。为什么国际金融就应成为例外呢？

此外，21世纪世界经济的庞大规模也意味着可降低交易成本的流动性市场将会不止一个。而随着经济和金融的发展，关于只有一种重要货币能获得自然垄断权的论断也越来越失去说服力。

预测是一种冒险，尤其是涉及未来的预测。但在这个新的、多极化的体系，主要的货币还是可以基本确定的。作为这个世界上最大且拥有最充裕流动性的经济体的货币，美元仍将处于其他货币所无法企及的第一位阶。作为一个经济规模接近于美国的货币区的货币，欧元将会更有吸引力，尤其是在欧洲及其周边地区。当然，它还有很多问题需要解决。而对中国来说，它早已鼓励特定的非常住居民在商品报价和交易中使用其货币。在不远的将来，或许只用10年，人民币就会成为一种极具吸引力的货币，尤其是在亚洲地区，并为国际投资者和中央银行所使用。

虽然美元、欧元和人民币会成为领先的国际货币，但它们或许并不会有大显身手的舞台。关于世界舞台上可能会存在三种国际货币的论断，同样也可以用来论证这个世界上可能存在三种以上的国际货币。另外的候选货币未必就是人口大国的货币，比如日本和俄罗斯。对于金融市场的深度和流动性来说，规模至关重要。而随着生活水平的不断趋同，人口将会成为经济规模的一个关键因素。

这就把额外竞争者的对象指向了印度卢比和巴西雷亚尔。同中国一样，要想实现本国货币的国际化，印度和巴西也有很多工作要做。同中国一样，它们仍限制外国参与本国的外汇市场，因而也就限制了本国货币在国际上的吸引力。同中国一样，它们的金融体系也是建立在银行之上的，因此在建立可吸引外国央行和其他国际投资者的债券和票据流动性市场上，它们还有很长的路要走。此外，同中国一样，基于有利的人口特征，它们的货币在国际舞台上的作用还会逐步增强。但与中国相比，它们的经济规模相对要小，而且在外贸和投资方面也不及中国，所以相对于人民币，它们的货币在国际上的使用会相对有限。但不管怎么说，它们都是未来的竞争者。

所有这些并不意味着美元将失去其国际货币地位，而只是说它将面临更多的竞争对手。它必须要在商务领域进行竞争，因为出口商和投资者将会有更多的替代品。不过，我们没有理由相信它会在竞争中失败，除非美国内部发生大规模的经济灾难。

---

1. 当然，就美国对加拿大的出口而言，以美元开票和报价的倾向甚至更大。研究结果来自戈德堡和蒂勒（2009）。数字72%是指按笔数计算的出口交易占比。
2. 数据来自2010年国际清算银行最新发布的三年期调查。需要指出的是，所有货币的总和为200%，因为每笔交易中都涉及两种货币。
3. 截至2008年底。这些数据是基于狭义标准计算的，不包括一国在本国市场内发行的国内债务证券。
4. 这是前言中萨拉·佩林在脸谱网站发表评论的背景。
5. 美元所占份额的逐年变动，所反映的大多是估值效应：美元升值，则增加央行所持美元的价值，而美元贬值，则减少央行所持美元的价值。国际货币基金组织还公布了除去估值效应之外的储备数据。这些数据显示，美元所占份额在2003年大幅上升，此后进入平稳期，但在这个10年的最后几年里，呈略微下降趋势。无可否认，在2008年的最后几个月里，也就是危机最严重的时期，美元所占份额出现下降，这是因为各国央行要支持它们自己的货币，并通过贷出部分美元储备，为金融市场提供急需的美元流动性。大规模抛售美元反映出这样一个现实：很多货币受冲击的新兴市场国家，是靠着美元来管理它们的汇率的，因而在它们的储备中所持的也是美元。许多新兴市场国家的中央银行，试图通过贷出美元，缓解其金融市场和金融机构所受的严格的银根紧缩的影响，这反过来又导致了美元储备的减少。要知道，这些银行早前从国外借款且以美元的形式，而现在它们的贷方也在去杠杆化。
6. 据美国财政部国际资本流动数据，详见索博尔（1998）。
7. 关于这一倾向的分析，见戈皮纳特、伊茨霍基和里戈本（2007）。
8. 据国际货币基金组织年度报告。
9. 这类计算的重点是，中央银行持有何种资产组合可以同时兼顾稳定与回报并实现利益最大化，见帕帕约安努、波特斯和西乌罗尼斯（2006）。
10. 正如第二章中所指出的，允许外国人买卖日本证券，会使得日本更难利用金融体系将资金引导到其所支持的国内公司。长期以来，利用金融体系引导资金走向是日本产业政策的主要内容。
11. 截至2009年第二季度。
12. 这并不奇怪，因为打造美元的欧洲替代物，是创建欧元的最初动机之一。

13. 甚至不包括欧元区内贸易。

14. www.independent.ie （October 1, 2009）.

15. 见第三章。

16. 扩大欧元区、接纳新成员也会扩大欧元区金融市场，但从实践上讲，各候选成员市场规模太小，不足以产生重大影响。

17. 据国际货币基金组织，截至2009年第三季度。

18. 德国政府债券向来以稳定著称，但已发行债券的规模仅为美国的1/4。此外，由于很多德国债券为养老基金、保险公司和其他机构投资者所持有且会持有到期，所以这个市场缺乏流动性。其他欧元区国家虽然发行了更多债券，但它们面临着严重的金融问题。从价值上看，意大利政府债券是欧元区最重要的债务证券，但由于意大利金融前景存在不确定性，所以它们很难成为有吸引力的储备资产。连意大利的债券都存在问题，希腊、葡萄牙和西班牙的债券就更不用说了。

19. 毋庸置疑，欧元区并不是历史上的第一个货币联盟。由此，欧元也不是历史上的第一种超国家货币。欧元区甚至都不是欧洲的第一个货币联盟——自1944年起，比利时和卢森堡共享一种货币，共享一家中央银行，而在此前的1921—1940年，两国之间的这种关系更为宽松一些。在第二次世界大战期间，卢森堡法郎被迫同比利时法郎脱钩，并与德意志帝国的马克挂钩，而这也提醒人们，货币联盟未必会一直存在下去。在19世纪，也有一些关于货币互换的有限试验，比如拉丁货币联盟（Latin Monetary Union）和斯堪的纳维亚货币联盟（Scandinavian Monetary Union）。但欧元区货币联盟是第一个由经济发达国家组成的大规模货币联盟。

20. 13%和3%的GDP预算赤字的差距就是10%的国民收入。

21. 国际货币基金组织最终提供了一定比例的救助贷款。

22. 共用资源的筹措可以按照一定的税收比例摊派给成员国，或由所有成员国一起筹措，或仅由那些预算赤字问题严重的成员国筹措，或授权这一共同基金，允许它从金融市场借款，并由所有成员国提供完全信用担保。格罗斯和迈耶（2010）提过类似的机制建议，当然其他人还有其他建议。

23. 这实际上与美国政府2009年对财政暂时亏空的州所采取的措施一样，通过联邦预算给予它们临时性帮助。

24. 按照《美国法典》第十一部分的破产程序规定，无力偿还债务的州和自治市的债务就是以这种方式重组的。

25. 见欧洲中央银行（2010）。不过，它不赞同这样一种想法，即授权该机构，让它监督“破产”政府的债务重组，这大概是为了避免刺激市场。

26. Strange （1980）, p. 47.

27. 截至2009年底。

28. 这包括中国投资有限责任公司管理的美元计价资产。作为主权财富基金，中国投资有限责任公司管理着央行的一部分外汇储备。在这里，我采用的是美国外交关系委员会前成员布拉德·塞策的估算数字（http://blogs.cfr.org/setser/）。

29. 从技术上讲，这种结果要求美元证券和非美元证券具有非完美可替代性，这当然是持有多元化储备组合的基本假定。对外汇市场上冲销干预的有效性问题，国际经济学家仍存在争议。

30. 据萨默维尔报告（2009）。

31. Zhou （2009）.

32. 详见第二章“黄金—美元体系的缺陷”一节。

33. 中国500亿美元，俄罗斯和巴西各100亿美元。但要注意它们所承诺的这些债券的计价单位。

34. United Nations （2009）, p. 98.

35. 国家可以想象以特别提款权对商品计价的结果。相对于以美元计价，这样做多了一个额外的复杂因素。尽管特别提款权在风险规避方面具有优势，而且也有潜在的政治诱惑力，但欧佩克仍以美元对石油计价。关于以特别提款权对石油计价可以降低风险的论述，见伊萨亚德和阿拉塔尼（2007）。

36. Federal Reserve Bank of New York （1981–82）, p. 40.

37. 当然，汇率风险是可以对冲的，但这会产生额外的成本。对冲市场主要针对的是短期工具，而养老基金和保险公司持有的多是长期工具。

38. 关于该规则的缘起，见第二章。

39. 见第二章。

40. 比如，凯南（2010）。中国人民银行前顾问余永定暗示了设立替代账户的可能性。通过这样一个账户，中国人民银行所持的美元可以转换为特别提款权。这也是为周小川的建议作辩护。

41. 然后，在2009年，中国政府出台了一项新的政策：《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》。

42. 起初，这些“精挑细选”的公司仅限于上海市和广东省的公司。2010年年中，有国家媒体报道说，该计划将会扩大到另外20个省和直辖市。

43. McGregor （2009）.

44. 马来西亚等其他国家暗示会跟进。

45. 中国人民银行2010年6月宣布进一步增强人民币汇率弹性。这是人民币朝着国际化方向迈出的一小步，同时也暗示了中国官方在这一问题上的严肃性。

46. 这里还有另外一种可能性，那就是亚洲有一天可能也希望追溯欧洲的步伐，创建单

一的区域性货币。但中国没有必要为实现更大的经济和金融规模而加入这样一个货币联盟，虽然经济和金融规模是人民币扮演国际角色的先决条件。它没有必要让渡货币主权，以让人民币成为一种储备单位。与欧洲致力于推进区域性货币联盟不同，中国更愿意等待，因为等的时间越长，人民币在该区域内发挥的作用就越大。泛亚洲货币联盟不太可能成立的原因有很多，人民币有望发展成为国际货币就是其中之一。

47. 按当时价格计算，约合67亿美元。

48. 事实上，为提升资产组合的流动性，国际货币基金组织多年来一直在出售黄金，将其变换为更便利的金融资产。

49. 需要特别指出的是，即便是印度，也没有逆市场潮流，即从全球来看，各央行所持黄金储备呈逐渐下降的趋势。20世纪90年代中期，在印度的外汇储备中，黄金占比一度达到20%。即便是在它从国际货币基金组织购买了200吨黄金之后，当时的黄金占比也远低于这一数字。

50. 对于这种形式的收益增长，技术上称为“网络外部性”（networkexternalities），而这种自我强化效应，则被称为“锁定”（lock-in）。个人电脑的操作系统（或文字处理软件）也被认为是同样的道理，因为你需要和你的同事使用同一种操作系统，所以市场上只能容得下一种操作系统。如果运用到国际货币上，那么这种类比就凸显了这一论断的局限性：随着市场规模的扩大和可交换成本的降低，市场上将会出现多种替代品。

51. 第一章中的分析表明，即便是在19世纪末，这种关于自然垄断的观点也是过于夸张的。那时，除英镑之外，法国法郎和德国马克等多种货币也被用于进出口报价、贸易信贷和国际债券的计价。虽然英镑在各种货币中最受欢迎，但法郎和马克也被用于国际交易的事实，使得自然垄断的观点很难站得住脚。德·切科（2009）也论述过这一观点。

第六章

美元崩溃

如果美元崩溃，那将会怎样？如果外国人抛售所持美元并放弃这一货币，那将会怎样？如果这些事情发生，美国决策者会怎么做？

如果美联储和中央情报局（CIA）现在就着手制订这些情况的应对计划，那自然是最好不过了，虽然近期事件并未消除人们对美国政府危机应对能力的怀疑。如果它真的采取措施，那么它将会从何以促成危机和何以导致外国人放弃美元开始。

一个触发因素是美中政治冲突。积聚已久的贸易和外汇纠纷可能会公开化。美国政界人士可能会对从中国进口的商品实行全面关税，但中国不会就此认输。或者，美中在对待所谓的“流氓国家”的政策问题上出现冲突。想象一下，美国对某个“流氓政权”采取了与中国意愿背道而驰的军事行动。在这种情况下，中国可能会采取重大举措，以表达自己的抗议。

对中国来说，发泄其对美国的怒火并对美国施加影响的方式之一，就是运用它的金融武器。在所有的美国政府证券中，中国官方机构所持的比例为13%。抛售这些证券将会让债券市场陷入恐慌。一旦中国政府开始抛售，其他投资者就会跟风而至。如此一来，美国的利率就会大幅飙升。美元将会跌至低谷。这种不堪一击的脆弱性会导致出口商、进口商和投资者永远放弃美元。

这一场景的可信度有多高？历史或许可以帮助我们找到答案。

金融武器与地缘政治

利用金融武器实现地缘政治目的一个例子就是1956年的苏伊士运河危机，而使用这一武器的正是美国。在超级油轮问世之前，西欧70%的石油是经由苏伊士运河运送的（现代超级油轮由于规模过于庞大而无法穿行）。基于该运河，从英国殖民地马来西亚运送锡和橡胶至欧洲的成本会大大降低。从更广泛的意义上讲，这也会降低亚洲和欧洲之间商品运输的成本。因此，英国在苏伊士驻有80000人的卫戍部队，并与法国共同掌控苏伊士运河公司（Suez Canal Company）的财务大权。

同其他第三世界国家一样，当时的埃及也正经历着民族主义浪潮，并寻求自1952年起从英法联营公司手中收回苏伊士运河的租借权。1952年7月22日，一场军事政变推翻了埃及的君主政权，贾迈勒·阿卜杜勒·纳赛尔将军上台。纳赛尔上台之后，埃及与英国乃至整个西方之间关系都变得日趋紧张。1954年，纳赛尔与英国达成一项协议，后者同意撤离驻守苏伊士运河的卫戍部队。之后，纳赛尔提高赌注，于1956年与中华人民共和国建立外交关系。

作为中国台湾的盟友且一直对中国大陆持敌视态度的美国迅速做出反应，停止对埃及阿斯旺大坝的资金支持。英国早前参与了阿斯旺大坝的设计工作，而英国水文学家也参与了大坝的早期工程，但提供资金支持的是美国，这也反映了当时英国所处的窘境。艾森豪威尔政府的这一突然决定凸显了“冷战”政治家约翰·福斯特·杜勒斯的影响力。当时，刚刚经历过肠道手术的艾森豪威尔正处于康复期，而外交事务则委托给了一向以强硬著称的杜勒斯。

杜勒斯满以为纳赛尔会知难而退，但这位埃及总统却不愿意做出让步。阿斯旺大坝是纳赛尔心目中的金字塔，他要将它打造成现代埃及的象征。因此，他重申从英法手中收回苏伊士运河的特许权，并将运河收归国有。对此，苏伊士运河公司的70000名法国股东愤怒不已。令法国

政府更为恼火的是纳赛尔对阿尔及利亚叛军的支持，这使得法国在北非的政治和军事问题进一步恶化。[注]

为此，法国同以色列达成了一份秘密协定。长期以来，以色列就反对纳赛尔对途经苏伊士运河的以色列商船的阻挠。不久，它们得到一份紧急情报，获知埃及刚刚从苏联购买了一批“米格”战斗机（这些战斗机是经由捷克斯洛伐克采购的，但这并不重要）。更为严峻的是，苏联和捷克斯洛伐克的飞行员已经驾驶这些战斗机抵达埃及。[注]

在同法国进行了一系列的秘密磋商之后，英国同意加入这一联盟。1956年10月29日，以色列先发制人，入侵西奈半岛。英国和法国则出兵夺取运河的控制权，表面声称是为避免运河遭以色列和埃及部队破坏。英法战斗机对埃及机场进行了轰炸（“米格”战斗机自然也包括在内）。纳赛尔不甘示弱，将全部47艘航经运河的船只击沉，致使运河关闭。虽然来自亚洲和中东的商品及石油仍可绕经非洲之角抵达欧洲，但额外的成本却极为高昂，而且航运时间也大大延长。纳赛尔采取的行动造成了一系列的严重后果，其中最恐怖的后果之一就是开普敦的舰船大拥堵，有超过平时3倍数量的船只在那里补给燃料。[注]

虽然法国伞兵和英国突击队有能力以较低的代价夺取运河的控制权，但损失已经造成。英美之间的特殊关系也因此而受到损害。虽然是外交官出身，但保守党首相安东尼·艾登在发起军事行动之前并未征求艾森豪威尔的意见。他只是想当然地认为这位美国总统会支持他对埃及政府采取的行动，因为之前埃及已经承认了中华人民共和国政府。

之所以没有征求美国的意见，一种可能的解释是当时的艾登已对纳赛尔忍无可忍。艾登向来以自负著称，易感情用事，且当时正值暴怒之时。早在1938年，他就因不满首相内维尔·张伯伦背着他接触意大利独裁者贝尼托·墨索里尼而愤然辞去外交大臣职务。纳赛尔将苏伊士运河收归国有，最终导致英国的和解政策（艾登是该政策的主要参与者）破产。在1951—1955年第三次出任外交大臣（第二次是在第二次世界大战期间）时，艾登就曾亲自就英国驻苏伊士基地军队撤离问题与埃及进行

磋商。

此时的纳赛尔已经成了艾登的眼中钉，他决心要推翻这位埃及领导人。折中办法是不可行的。对于主管外交事务的国务大臣安东尼·纳丁提交的备忘录，他的反应是："你那份备忘录上都是什么乱七八糟的东西……孤立纳赛尔，还有这个'中立'纳赛尔，这都是些什么胡话？我要打倒他，你明白吗？我要除掉他……我才不管埃及会不会出现混乱。"[注]艾登之所以大为光火，原因就在于这份备忘录建议以外交手段解决与埃及的问题。

误会或许还与这样一个事实有关：艾登与美国驻英国大使温斯罗普·奥尔德里奇从未建立起良好关系。值得一提的是，温斯罗普·奥尔德里奇是纳尔逊·奥尔德里奇的儿子，后者在建立美联储和推动美元国际化方面扮演了重要角色。正常来说，美国大使应该有一个传递美国总统和国务院看法的信息渠道。但艾登与奥尔德里奇关系相当冷淡，后者似乎更关心英国社会而非它的外交政策。

最后一个因素就是艾登对财政大臣哈罗德·麦克米伦的信任。[注]麦克米伦盲目地认为英国可以依赖与美国的特殊关系。就个人而言，麦克米伦与美国也有关联，她的母亲就是在印第安纳州出生的。此外，他与美国在任总统之间也有一种特殊关系。当时的艾森豪威尔任北非战区盟军最高司令，而与英国首相丘吉尔之间的战时联络工作就是由麦克米伦负责的。在苏伊士运河战争前夕，麦克米伦在前往华盛顿参加国际货币基金组织和世界银行年会时曾偷偷溜进白宫，与艾森豪威尔进行了一次会面。在这次会面中，双方有无谈及苏伊士运河问题不得而知，但他给首相传递的信息却是非常明确的。"艾森豪威尔决意已定，"他写道，"不管以何种方式都要让纳赛尔下台。"[注]这只是一厢情愿而已。

在苏联出兵镇压匈牙利革命之后，艾森豪威尔及其国务院最不愿意做的就是与占领国为伍。杜勒斯看不惯任何与殖民主义沾边的东西，因为他认为这将会削弱美国在"冷战"中的地位。此外，基于预算考虑，美国财政部长乔治·汉弗莱——艾森豪威尔的内阁密友——也不赞成美国

提供支持。

英国人也误解了美国的选举政治。1956年11月，艾森豪威尔谋求连任的事实给了他们一种信心，让他们以为他会与英国和以色列站在一起，共同反对埃及。事实上，美国选民并不愿意美国再次介入一次军事行动。对于以捍卫和平为竞选口号的艾森豪威尔来说，反对苏伊士运河战争会为他赢得政治加分。出乎英国的意料，美国要求立即停止军事行动。

英镑的脆弱

这就是地缘政治的整个背景，金融背景则是英镑的脆弱性。英国的国外债主仍在寻求摆脱在第二次世界大战期间获得的金融请求权，而英国日渐宽松的资本管制则为这些债主提供了这样做的机会。[注]与此同时，受制于高工资、低生产率和对抗式的劳资关系，英国也难以通过发展强劲的出口经济来抵消其弱势金融。在苏伊士运河战争之前，英国的储备甚至就已经快降到被视为最低安全水平的20亿美元。[注]基于这一背景考虑，参与一场昂贵的、不确定的军事行动是危险的。[注]苏伊士运河的关闭将会增加航运成本，并会提高进口石油的价格。因此，苏伊士运河冒险行动也就进一步加深了市场对英国能否维持1英镑兑2.8美元的英镑兑美元汇率的怀疑。

这一汇率的下降或许会产生深远影响。那些习惯将其货币与英镑挂钩的英联邦国家和北欧国家将不得不决定是否延续这一习惯。它们或许会选择与美元挂钩，因为美国是一个更强大的经济体，也是一个更大的贸易国。如果这样，那么对英镑区的凝聚力以及英镑区成员国在伦敦的银行业务来讲，都将造成灾难性的后果。[注]

在苏伊士运河行动之前，艾登政府就已经知道，要想维持1英镑兑2.8美元的英镑兑美元汇率，它需要得到国际货币基金组织的帮助。这正是艾登和麦克米伦认为他们会获得美国无条件支持，并对此充满信心的原因。这也正是他们做出严重误判的原因。美国国务院警告说，美国可以提供支持，但前提是英国政府必须承诺撤离其在埃及的军队。11月2日，美国在联合国大会提出了一项停火决议。美英矛盾的公开化导致了英镑挤兑事件。[注]之后，美国明确表示，它不仅要求停火，而且还要求实际撤军。这一声明使得英镑面临的局势进一步恶化。[注]

至此，麦克米伦——他曾是美国政府内阁中主张对纳赛尔采取军事行动的最坚定支持者——突然改变立场。他也因此被反对党指责为表里不一的两面派，并被冠以“先进先出的麦克米伦”的绰号。但作为政府的财政大臣，他实际上是没有其他选择的。他的真正失败在于此前他对美国将会为英国提供帮助的过度自信。

在接下来的两个星期里，英国政府一直在推诿，它表示接受停火协议，但仅同意撤出一个营的兵力。资本管控延缓了储备的外流速度，但引来了众多赌注英镑贬值的投机者。考虑到英镑可能贬值的情况，购买英国商品的外国买家要求延期付款[注]，而向英国销售商品的卖家则要求提前付款。

妥协是痛苦的。保守党后座议员团体“苏伊士集团”（Suez Group）并不愿意承认英国已经失去第一位阶地缘政治强国地位的事实，强烈反对撤离全部军队。艾登政府寻求金融支持的承诺，以便确保内阁在撤军问题上达成一致。但艾森豪威尔政府仍要求英国政府给出具体的撤军日期。英国人担心设定具体日期可能会引起混乱，导致部队无法正常撤离，并危及驻军的安全。因不堪重负，身体状况欠佳的艾登飞往黄金眼（Goldeneye）休养，这也是小说家伊恩·弗莱明在牙买加的度假地。这并未激起人们对政府的信心。

所有人都知道危机会在12月4日进入最严峻的时刻，因为在这一天，麦克米伦将会就英国的储备情况发布月度报告。它将会表明英国的

黄金和美元储备已降至20亿美元以下，这毫无疑问会引发新一轮的英镑挤兑事件。迫于这一时间的压力，艾登政府重申了它的撤军承诺，但仍试图避免给出一个确切的日期。它采用了含混不清的语言向华盛顿保证，“（我们）已经决定准时撤离，我们也准备准时撤离”。[注]

所有的牌都掌握在美国人手里，他们不做任何事情就能迫使英国让步。12月2日，在财政大臣发布报告两天前，英国内阁同意将12月22日作为撤军的最后时限。12月3日，刚刚休假回来的美国财政部长汉弗莱同意支持英国从国际货币基金组织提款。

基于此，当12月4日麦克米伦作报告时，他可以说英格兰银行的储备已经降到20亿美元以下，但同时也可以声明，美国支持英国从国际货币基金组织提取全部的13亿美元的信贷额度。[注] 12月10日，在美国的支持下，英国的借款申请得到批准；在国际货币基金组织执行委员会的16名委员中，只有代表埃及的委员投了弃权票。[注]这一行动标志着英国金融危机的结束。同时，这也标志着一个时代的结束：曾经的经济大国英国追求独立外交政策的时代的结束，因为现在它不得不依赖一个更加强大的伙伴，这就是美国。

潜在的美中冲突

如果美国和中国发生外交政策冲突，那么对金融领域会产生什么影响呢？对于思考这一问题的人来说，上述历史或许会让他们产生一些联想。但就潜在的美中冲突而言，与美英冲突唯一的共同之处就是一方的货币具有脆弱性。一个重要的区别是，如果中国导致美国债券市场和美元崩溃，那么自身也会遭受严重的财务损失，因为这会压低其所持美元资产的价值。在1956年，就美国政府所持的英国证券而言，若平均到每一个美国人身上，不过才区区1美元。因此，即便美国决定不支持英

镑，它对美国投资者造成的财务损失也是微乎其微的。美国可以采取可能导致英镑危机的措施，而无须担心引火烧身，导致自身财务损失。

相比之下，就时下中国所持的美国政府和机构证券而言，若平均到每一个中国人身上，则超过1000美元。如果中国以此作为实现地缘政治目的的武器，那么对中国自身造成的损失就很难再忽略不计了。基于中国所持美国证券的庞大规模，到底谁的损失更重尚不得而知。当然，我们也不排除中国因不高兴而采取危险行动的可能性。但在采取行动之前，它肯定会权衡再三。

同样，在施加压力时，美国也不必担心这会抬高它进入外国市场的门槛。在美国的国民生产总值（GNP）中，商品出口只占区区5%的份额。在这些出口中，不足1/20——5%的5%——流入英国。即便因美国拒绝提供帮助而导致英镑大幅贬值，英国经济陷入困顿，这对美国经济的影响也是非常有限的。即便英国对美国出口商品实施报复性关税政策，对美国也只会造成很小的影响。正是基于此，美国才肆无忌惮地运用它的金融武器。

对照当下的中国，出口在其国民生产总值中占有40%的份额，其中1/4的出口流向美国。若美元大幅贬值导致美国出现金融问题，那么中国的出口商也会遭受沉重打击。这一点从2007—2008年的金融危机中就能看出。由于美国境内发生的危机，2009年中国的出口下跌17%。中国当局可以通过所有其他国家都无法比拟的大规模财政刺激政策阻止经济大幅下滑。但这里还有一个不容忽视的事实，那就中国的贸易伙伴——包括美国在内——并未采取贸易保护政策，而世界各国政府在货币和财政刺激政策上也都展现出了合作的姿态，齐心协力稳定全球经济。

若美中两国出现冲突，那么情况就会大不一样。如果中国运用它的金融武器令美国受损，那么美国就会出台贸易制裁措施。这对中国出口的冲击将会比2008—2009年更严重。由于两国都采取对抗方式，所以稳定世界经济将会变得更加困难。基于潜在的更大损失，中国将不会贸然采取行动。

市场失控

除了地缘政治之外，触发美元崩溃的另一个因素可能是市场情绪的突然变化。或许，某一天早上，投资者醒来后决定不再持有美元，因为他们认为这是一种亏本买卖。这样，在“聪明钱”的带领下，其他投资者就会纷纷跟进。我们知道，投资者的一个最明显的特征就是随波逐流。到时，市场崩溃，投资者纷纷出逃，货币成为投资者恐慌的牺牲品。

短时期内美元的大幅贬值——比如，就像韩元在雷曼兄弟公司倒闭后贬值50%一样——会让部分投资者措手不及。任何仍持有美元的人都会遭遇灾难性损失。违约现象将会大面积出现。机构投资者的偿付能力和全球金融体系的稳定性都将被置于危险境地。

即便这一风险得到控制，也会有其他的灾难余波。投资者在抛弃美元后积聚的其他货币会大幅升值。欧洲的竞争力问题将会进一步恶化。受美元贬值影响，失业率会持续攀升，并最终引发贸易保护主义。

在经历过这些事件之后，外国人在使用不稳定的美元时会慎之又慎。出口商将会以其他货币作为贸易的报价和结算货币。㊟债券持有者将会避开美元计价资产。这将会成为美元失去其国际货币地位的临界点。美国将不再享有超级特权。

在上述场景中，只有一个地方是错误的。它的假定条件是美联储不会介入，不会出台干预措施支持美元。在正常情况下，美联储是不会干预外汇市场的。它的目标是保持价格稳定和就业率上升，但这种恐慌并不是正常情况。如果美联储认为是恐慌导致美元大跌，那么它当然会出台措施支持美元，并在外汇市场大规模买入美元。此外，它还会通过上调利率来提高投资者的赌注成本。如果导致美元危机的只是恐慌，那么该货币最终会复原。恐慌并不会一直持续下去。投资者最后会发现是他们反应过度了。美联储的干预可以实现美元的稳定。而通过低买高卖，美联储的干预甚至还会带来收益。

要想实施这一计划，美联储还需要朋友的帮助。相对于问题的严重性，美联储以其自身所持的外汇储备购买美元显然会力不从心。这种情况同20世纪60年代的情况并无太大区别，当时的美国为维持美元与黄金之间的固定比价，就曾要求德国和其他欧洲国家提供支持。注

那时，持有美国金融负债的主要是美国的朋友。现在的事实是，美国的债权国中国、俄罗斯以及中东石油输出国的地缘政治利益与美国并不一致。因此，与先前相比，现在的朋友并不那么牢靠。

尽管存在地缘政治利益，但在防止出现美元挤兑问题上，外国政府与美国财政部和美联储的利益还是一致的。它们不愿意看到它们公司的竞争力严重受损。它们不愿意看到投资者遭受不必要的资产负债表损失。维护全球体系（美元在该体系中发挥了重要作用）稳定是世界各国的一致立场，因此它们也有采取干预措施的动机。同样，如果美联储的干预措施让它获得收益，那么其他央行的干预措施也会让它们获得收益。由此可见，基于自身利益考虑，它们会齐心协力，避免出现问题失控的局面。

赤字失控

因此，投资者突然对美元失去信心或出现地缘政治纠纷都不太可能导致美元崩溃，而最有可能导致它崩溃的就是美国自身经济政策的失误。这个危险就是失控的预算赤字。

长期预算赤字经常会导致危机的发生。希腊、葡萄牙、西班牙和欧洲其他国家发生的危机就说明了这一点。一个政府维持赤字的时间越长，它的债务和所支付的利息就越多。这些没有偿付的款项会越积越多，并最终超过一国可用的税收收入。政府或许可以安抚投资者，并告诉他们会尽快恢复稳健的财政体系。但说不定哪一天，这些投资者就会

突然醒悟，并得出这样一个结论：这些债务是不可持续的。如此一来，他们就会大规模抛售证券，进而导致该国货币在外汇市场崩溃。

对于美国来说，形势更不容乐观。随着投资者纷纷出逃，债券价格会大幅下跌。利率会大幅上升。由于外国投资者也都在清算它们的头寸，所以美元会进一步下跌。如果所有这些都同时发生，那么结果将会是灾难性的。

这时美联储或许会再次出手，大量买入债券以支持市场，并防止国库券收益大幅上涨。注但相比于先前的场景，此时财政部还会向市场注入大量债务。如果没有私人需求，那么美联储还将被迫买入这些债务。在投资者看来，这将是一个无穷无尽的过程。他们将美联储购买债券并向市场注入现金的行为视为通货膨胀的先兆，认为这会导致美元进一步走弱。如此一来，美元的下跌就成了一个自我强化的过程。面对这些问题，大规模抛售美元的情况是完全有可能发生的。注

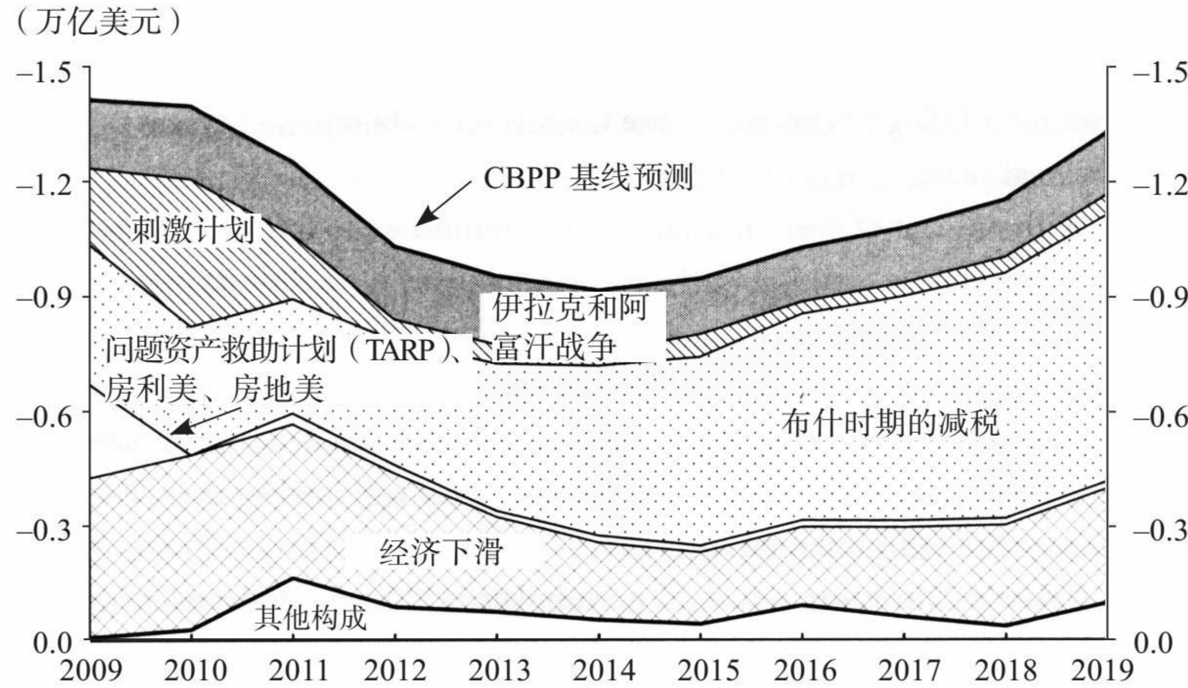


图6–1 美国预算赤字的构成

资料来源：美国预算和政策优先中心（CBPP）基于国会预算办公室（CBO）预计数据

的分析（截至2010年2月17日）

在这种情况下，美元的命运将最终取决于美国的预算政策。而这其中又涉及多个问题。确切来说，是三个问题。第一个问题，金融危机之前财政状况的恶化。2001年和2003年的减税将财政收入降到了自1950年来的最低水平（以其在GDP中所占的比例为基准），而联邦医疗保险处方药计划和两场烧钱的战争使得削减开支的所有努力都付诸东流。减税和无资金准备开支的增加，使得美国预算从2000年时的盈余到2007—2008年出现结构性赤字（占GDP的4%）。从现在所必须支付的债务利息来看，在将来，赤字对美国的影响只会进一步加大。

第二个问题，金融危机导致的巨额赤字。在这种情况下，出现预算赤字是不可避免的；税收收入崩溃，别无选择的政府只能加大公共开支，并用公共开支替代部分在危机中蒸发的私人部门开支。但由此引发的赤字规模也是极为庞大的：2009年，赤字在美国GDP中所占的比例达到11%，创下了和平时期的纪录；这甚至超过了世界上除其他6个国家之外的所有国家的国民收入。而2010年的赤字规模更大。官方的说法是，这些赤字很快就会得到扭转，但最终能不能成功扭转却不得而知。

第三个问题，到2015年左右，美国“婴儿潮”一代将开始进入大规模退休程序，医疗和养老金成本会因此大幅增加，并将导致更大规模的赤字。这也正是美国推行医疗保健改革的全部意义所在。

我们没有必要预测遥远未来的问题。从财政收入和支出的当前发展趋势来看，到2015年，联邦政府的债务（社会保障金和其他政府信托基金负债净额）将会从金融危机前的占GDP的40%上升到75%。[注]一如众多观察人士所指出的，如果经济增长潜力遭到危机破坏，那么负债比率的攀升速度还会更快。若经济增长放缓1个百分点，到2011年债务和GDP的比率就会额外上升5个百分点，到2015年就会额外上升10个百分点。

对于美国来说，如果债务和GDP的比率上升至75%，那么它将很难应对。这种程度的负担对于一个税收收入占国民收入30%~40%的政府

来说是可控的，欧洲就是典型。但对于正常年份税收收入在GDP中只占19%的美国政府来说，这就颇有难度了。

在税收收入中，有1/5会被用于支持利息，所以美国政府愿意通过赤字和发行额外债券来维持其他债务的利息。[注]然而，在某一时刻，投资者将会认清政府的这种“庞氏骗局”计划。他们知道，美国政府最终将会出台措施以压低债务的实际价值，比如通过通货膨胀方式。因为投资者是着眼于未来的，所以他们会在通货膨胀发生之前抛售他们所持的头寸。

如果外国投资者不愿意再购买新流入市场的额外美元证券，那么美国的利率可能会上升整整1个百分点。[注]更为严峻的是，外国投资者可能会不愿意再持有美元证券，至少是在一段时间内。相比于单纯地拒绝购买新发行的额外证券，抛售所持的证券对利率和汇率产生的影响更大。由于担心美元持续贬值，其他国家的居民也就不会冒险以美元作为出口品的计价单位。他们将不会接受美元支付款，就像英国的债主在1956年拒绝接受英镑一样。

从历史的轨迹来看，这一场景的发展并不是渐进式的，而是突变式的。先前一直保持乐观的投资者在某天早上醒来之后得出一个结论：当前的局势已经无法扭转了。他们将会大规模出逃。美国的利率将会大幅上升。美元将会下跌。美国将会遭遇欧洲在2010年遭遇的那种危机，只不过规模更大。不过这些事并不会在明天一早就发生。从欧洲的经历来看，留给我们采取措施以扭转这一局势的时间已经不多了。

要想避免危机的发生，美元需要采取增加税收和削减开支并举的措施。时下，联邦财政收入仅占GDP的19%，这远低于其他发达经济体的中央财政收入。[注]除医疗保健、社会保障、国防和债务利息外，美国的开支已经从20世纪70年代占GDP的14%降至当前的10%，所以可自由支配的非国防开支实际上已经无可削减了。或许有人会认为这10%中还存在小额储蓄，但无论如何也不可能将该比例降到5%以下。而且，关于这些开支中存在浪费的看法也只是异想天开。而在2015年之后，随

着“婴儿潮”一代的退休，联邦政府的开支可能达到GDP的25%（基于当前的预算方案估测）。而按照当前的法律，在接下来的1/4个世纪，联邦开支会升至GDP的40%，这也就是说，当前的法律不可能继续保持不变。[注]

一个和平和解的新时代或许会降临世界，让美国得以削减国防开支。或者，在医疗保健深化改革方面，各方就大幅降低服务交付成本达成一致意见。至于哪一种场景更值得期待，现在仍不得而知。但我们不难得出这样一个结论：恢复财政平衡需要处理好权利的问题。提高退休年龄可以达到降低养老金成本的目的，但这需要征得各方的同意。此外，放开移民政策也可以缓解社会保障金不足的问题。在美国政界人士所谓的“财政收入增加”问题上，各方也需要达成协议。比如，征收更高的汽油税、拍卖温室气体排放许可证或征收商品增值税。但由于共和党无条件地反对征收任何新税，民主党总统在竞选时承诺不再提高中产阶级的税负，而有着强大院外游说活动能力的美国退休者协会（American Association of Retired Persons）又反对削减社会保障和医疗保健开支，所以在正常的国会政治体制下，各方能否达成有意义的成果仍存在很大的不确定性。

有鉴于此，一个颇有吸引力的方式就是将决定权从国会议员手中转移到两党委员会心存善念的成员手中。国会将提供授权，并指定委员会按部就班地推进消除赤字的计划。所有的税收和开支项目都拿到桌面上公开讨论，社会保障、医疗保健和医疗救助也不例外。不同于国会——国会议员代表的是选民的利益，这个委员会代表的全民的利益，它会全盘考虑整个国家的情况。国会将得到一个解决方案，而在该解决方案中，所有人都要做出牺牲，但只是做出轻微牺牲。然后，委员会的建议会在众议院和参议院进行表决，或通过，或被否决。

这并不是一个不合情理的想法，但也未必就一定能奏效。如果国会不愿意增加税收或削减开支，那么它就不会给予这个委员会以真正的独立性。它不愿意承担义务，也不愿意以表决的方式接受或拒绝该委员会

的提议。一个基于行政命令建立的两党委员会，如果它缺少反对党的支持，而且国会也不打算接受或拒绝它的提议，那么它的影响力就会相当有限。即便国会承诺接受该委员会的提议——否则政府将缺少预算并将失去提供基本服务的能力，那么也不应低估美国立法委员犯错误的能力。而最有可能的提案反对意见肯定来自加利福尼亚。

在解决财政问题上，如果最终没能在国会和全美范围内达成政治共识，那么程序变更或许会起到帮助。但有意义的改变最终需要政治共识，而程序变更只是手段而已。美元危机可能会促成必要的变革。当然，最好还是不会发生美元危机。

美国并非唯一面临财政挑战的经济体，欧洲和日本的负债甚至更重。已经收到早期预警信号的欧元区现在正忙于整顿财政秩序，它最终能否取得成功，我们还要看几年后的情况。日本则刚刚开始整顿，由于它的债务几乎全为本国国民持有，所以它对自己的财政安全较有信心。欧洲和日本面临同一个问题：劳动力增长放缓，老龄化趋势加速。美元的前景或许暗淡，但一如既往地，当想起汇率时，人们难免会问上一句：比什么暗淡？先前，人们在美国经济上下错了赌注，在美元上下错了赌注，他们或许还会下错赌注。

他们也可能下对赌注，若是如此，美元将会失去它所拥有的超级特权。

美元崩溃后的美国

如果美元失去其国际货币地位，那么外国投资者也会对美元请求权失去兴趣。在向美国公司提供贷款时，他们会借给它们其他更可靠的国际货币。他们会要求美国公司发行以这些货币计价的债券和商业票据。由于担心美元贬值，他们在借款给美国政府时会附加一个条件，那就是

美国财政部必须发行以外币计价的债券。

如此一来，美国的经济政策将必须予以调整，其中最明显的是，美联储将不得不放弃对汇率“善意忽视”的政策。通常，美联储会把政策重点放在通货膨胀和就业增长上。[注]它试图在这两个目标之间实现一种平衡。只有在出现异动的情况下，它才会关注利率。[注]当美联储主席的讲话涉及货币时，就像2009年11月本·伯南克针对新一轮美元走弱趋向发表的讲话一样，市场会在第一时间做出反应，因为就此话题发表讲话实在是太罕见了。[注]

对于那些缺少美国这种超级特权的国家来说，情况则刚好相反。当它们向国外借款时，它们借入的是其他国家的货币，因为这些国家的货币对贷款国来说并无特别用途。如果当地货币贬值，那么借款国就会遭受重创，因为这会让它们的外币负债变得更高，也更难以偿付。在这种情况下，中央银行就会被迫上调利率以限制货币贬值。这就是新兴市场的“浮动恐惧”综合征，因为它们的负债是以其他国家的货币计算的。[注]这会迫使中央银行放弃其他一些目标，以维持汇率的稳定，避免出现大幅波动的情况。如此一来，为维持汇率稳定，它们就不得不与世界其他国家保持同等水平的利率，而这也使得央行的行动空间大大缩小。

如果美联储也陷入这种困境，那么在互联网泡沫破裂和“9·11”恐怖袭击事件之后，它就无法通过大幅下调利率的方式来应对经济衰退。由于美国的利率比其他国家低很多，所以美元在2001—2004年下跌了30%。基于美国所享有的超级特权，美联储可以对这一贬值采取“善意忽视”策略。如此一来，美国的国际竞争力也就得到加强，贬值对它来说更是一种解决方案而不是问题。

在一个大量美国债务以其他货币计价的新世界，美联储将无法再漠视各种金融后果。美元无须贬值到30%，美联储就得被迫上调利率。美国的货币政策将不得不受制于外国央行。美联储在欠发达国家的朋友一定会说“欢迎加入这个俱乐部”。如此一来，美国将会成为一个类似于新兴市场的国家。

此外，在遭遇危机时，美国还将依赖于其他国家的慷慨解囊。在2008年银行停止贷款、金融市场陷入困顿时，美联储可以为急需现金的银行和公司提供紧急流动性支持，因为它们的票据是以美联储可以印制的美元计价的。我们可以对比一下韩国的情况。在韩国，银行和公司从国外借入的是美元。为避免美元负债违约，作为韩国中央银行的韩国银行就要为这些银行和公司提供它们所需要的资源，但这又受限于该行的美元储备，因为韩国银行只能印制韩元。因此，当韩国银行的储备在2008年11月降至“审慎的最低额度”2000亿美元以下时——这意味着它可能会被迫停止发放贷款，恐慌由此产生（不妨回想一下，在1956年时，英格兰银行“审慎的最低额度”为20亿美元；现在韩国银行则是2000亿美元）。[注]外国银行拒绝转期贷款，韩元在外汇市场崩溃。最终，在美联储宣布为韩国银行提供300亿美元贷款后，紧张局势才得以稳定，因为这样一来，韩国银行就可以为其国内银行和公司提供美元贷款，以便于它们用这些资金来偿付美元欠款。[注]

在以一个美国银行和公司都必须从国外借入外币的世界，美联储将会发现它的处境同韩国银行是一样的。若遭遇危机，外国银行将停止发放贷款，而金融市场也将陷入困顿，如此一来，不仅美国银行和公司难以获得维持债务正常运转所需的外币，而且连美联储也难以获得外币，因为它无法印制这些外币。它将不得不依赖外国央行提供紧急贷款支持，就像2008年它为各国央行提供紧急援助一样。美国的金融稳定不仅将取决于美联储的正确决策，而且还将取决于外国央行的正确决策。提供支持的外国人或许会要求美国提供某种回报。而面临危机的压力，美国将难有讨价还价的能力。

原则上讲，美国政府也可以请求国际货币基金组织提供支持。在2008年的金融危机中，该组织就是提供紧急流动性支持的一个重要来源。长期以来，外国评论人士就一直指责国际货币基金组织唯美国马首是瞻，所以从该组织获得支持是完全有可能的。但相对于国际货币基金组织的资源，美国金融市场的规模实在是太过于庞大了。除非该组织的

资金大幅增长——这是不太可能的，否则它将难以提供美国银行和市场所需的超大规模的紧急流动性支持。

节俭度日

如果外国央行和政府不再依赖美国和美元储备，不再准备随时为美元的外对赤字提供资金支持，那么这将对美国的生活水平造成什么影响？毫无疑问，美国人将不得不勒紧腰带过日子。在此之前，由于中央银行和其他外国投资者对不需要任何实际资源支撑的美元有着庞大的需求，所以美国每年的消费和投资规模可以超出生产达1万亿美元。同样是这一原因，它每年进口的商品和服务规模可以超出出口1万亿美元。但这种日子将会一去不返。原先，美国可以将经常账户赤字保持在国民收入的6%，但这也将会成为历史。美国将不得不削减贸易赤字，它将不得不出口更多的商品和服务。注

要想增加出口，美国就要让它的出口品更有吸引力。它们的成本要更低，它们的质量要更好。这可以通过提高美国产业的效率或降低生产要素的成本来实现。提高效率——提高美国公司和工人产出的质量和数量——自然是一个更好的选择。不幸的是，效率的提高并不会自然而然地实现，这需要努力。要想改善本国的贸易差额，美国必须取得相对于竞争国家更高的效率。

美国有自己明显的优势。它有一支庞大的科学家队伍，他们来自大学和不同的行业，其中很多还是慕名而来的外国科学家。这里有良好的创业环境，有发达的风险投资业，所以它有强大的创新技术开发能力。由于雇用和解雇的成本较低，而且劳动力市场灵活，所以它可以迅速实现这些创新的商业化应用。此外，美国还有广袤的肥沃土地，这可以用来支持高收益的农业综合企业部门。而在一个粮食短缺的世界，这一部

门的发展也就显得越来越重要。

美国也存在劣势。它的很多物质基础设施都已经老化，而且难以按照现代标准进行翻修。之所以出现这种情况，是因为这些基础设施多为州和地方政府或私人拥有。比如，美铁（Amtrak）就主要依靠货运铁路公司拥有的铁路。在美国，要想修建从纽约到芝加哥的高速铁路非常困难，而中国则不然，它很快就建好了北京至上海的高速铁路。此外，法国、德国和西班牙在发展高速铁路方面所遇到的阻力也比美国小。按照中国的计划，到2020年高速铁路总里程将会达到8000英里。相比之下，美国现在城际铁路的速度实际上比20世纪40年代还慢。市场经济有其自身的优势，但就某些任务而言，计划经济或欧洲的混合经济更为有效。如果德怀特·艾森豪威尔来到我们这个世界，并提议修建州际铁路系统，那么毫无疑问，他会被指控为社会主义者。

此外，就美国的劳动力而言，受教育水平逐步提升的速度也已放缓。当前这一代是美国一个多世纪以来受教育水平并未大幅超过其父辈的一代。据克劳迪亚·戈尔丁和劳伦斯·卡茨的数据，1975年出生的美国人的受教育程度仅比其1951年出生的父辈多接受6个月的教育。而相比之下，1951年出生的美国人的受教育程度则比其1921年出生的父辈多接受两年的教育。[注]此外，在美国的竞争对手中，很多中等收入国家的教育水平都在不断提高。与美国相比，这种教育上的差距正在逐渐缩小。而对于那些中学毕业后直接参加工作的人来说，美国也缺乏欧洲那种有效的职业培训体系。

美国的私人投资水平相对较低。它还要偿还2008年金融危机产生的额外公共债务，而偿还这些债务则意味着更高的税收。在现存债券到期后，要确保新发行的债券有人购买，美国还得提高利率。对投资者来说，高税收和高利率都是负担。对于资本形成来说，这并不是好兆头。对于美元来说，这同样不是好兆头。

这些问题是可以解决的。伴随着经济增长，预算盈余可以减少公共债务相对于税收和国民收入的比例。但即便存在这种意愿，要完成这一

任务也需要时间。损坏的道路和桥梁可以修复，新的道路和桥梁可以修建，但这种修复和修建同样也需要多年的时间。美国已经加大在教育领域的投资，但同样，一个人也需要多年的时间才能拿到自己的学位，并最终进入劳动力市场。

市场会不会等则不得而知。如果没有足够的时间，美国将不得不以其他方式进行调整。在生产率不可能出现神奇增长的情况下，增加出口的唯一方式就是控制成本。雇主可以削减工资和非工资成本如健康保险。但在经历了长达10年的平均劳动报酬停滞和附加福利不断下调之后，这一成本基本上已无再削减的余地。

如此一来，美国的调整也就落在了金融市场上面。也就是说，美国的出口竞争力可以通过美元贬值来提升。但它所导致的结果同样令人丧气。前往沃尔玛的购物者会发现中国制造的服装的价格变高了，而高清电视也变得更贵了。但如果美国不再是世界储备货币的唯一提供者，且现在必须增加出口，那么这一变化将是不可避免的。

德国在这方面做出了表率。在20世纪90年代两德统一时，由于长期被压制的需求得到释放，所以德国出现了强劲的开支增长，而之后，国内需求则陷入停滞状态。不论是对当时的德国还是现在的美国来说，狂欢都不会永远持续下去。随着需求增长放缓，德国不得不加大出口以促进就业增长。幸运的是，该国大的工会组织如德国金属行业工会（IG Metall）理解这种挑战，因此在工资限制问题上它们与企业管理层和政府部门达成了一致意见。它们同意维持工资缓慢增加，尤其是在该国东部地区的一些州，因为那里的工人平均产出相对较低。

2003—2010年，德国工人的平均时薪年增长率不足1%。基于生产率的大幅提高，这一工资限制政策降低了劳动力成本。德国的出口也由此得以保持两位数的增长速度。在出口增幅再次达到进口增幅的一半时，德国便有能力强化它的国际账户了。对现在的美国来说，德国的这一调整极具借鉴意义。

这种调整只是硬币的一面，硬币的另一面是生活水平的长期停滞。

从2003年经济周期低谷到2007年金融危机前夕，德国家庭的消费仅增长了1%。虽然德国的例子表明调整是可行的，但同时也表明，这种调整是有代价的。

美元的贬值未必会对美国的生活水平产生灾难性的影响。从历史经验来看，相对于GDP，经常账户赤字每下降1个百分点，则需要美元贬值10%。[注]因此，要想把美国对外赤字从目前占GDP的6%降为3%，则意味着美元对其他货币将贬值30%。[注]到目前为止，第一阶段的贬值已经在2009年完成了。在奥巴马上台之后的11个月里，美元下跌了10%。

美元在2009年的下跌引起了人们的不安，但这并未对美国的生活水平造成灾难性影响。在一年之中，美元汇率会时不时地上升或下跌10%。在两三年的时间里，它甚至会贬值30%。2001—2004年，为调整通货膨胀，美元下跌了30%，而这并未对美国的生活方式造成实质性威胁。1985—1988年，它的贬值幅度甚至更大。虽然20世纪80年代的场景并不是一个令人愉快的场景，但美国的生活水平也没有出现灾难性的下滑。美元的下跌只是对商场的商品价格产生了一些相当有限的影响。[注]

美元贬值是万灵丹吗

有人会认为，对于美元贬值和重新平衡美国经济并使之朝着出口方向发展的调整，应予以欢迎而非抵制。他们的论断是，基于美国超级特权而产生的强势美元已经掏空了美国的制造业。它放缓了在岗学习的步伐，因为美国的制造业岗位越来越少了，而且也推迟了效率的提升。与此同时，其他制造业大国（从德国到中国）则把美国远远地甩在了后面。

按照该论断，基于弱势美元，现在美国将会增加针对外国消费的制

造品的生产，同时减少针对美国家庭的快餐生产。随着各家庭勒紧腰带（缩减开支和瘦身双重含义），好的工作会越来越多，而麦当劳式的低薪工作则会越来越少。收入分配将会越来越公平。关于这一转变的另一思考方式是，美国的出口品将会从外国央行和私人投资者购买的国库券、机构证券和衍生品证券转向约翰迪尔公司（John Deere）的挖掘设备、波音公司的“梦幻客机”乃至汽车及其零部件。

弱势美元的倡导者声称，这一转变还将修正收入不公的问题，因为制造业比金融服务业需要的蓝领工人更多。在过去10年里，收入差距之所以不断扩大，一个主要的原因就是占美国人口0.01%的顶级人士的薪水的大幅增长。简单地说，这些人并不是组装线工人。在这部分顶级人士中，很多都是投资银行的董事总经理和高管、对冲基金经理，以及私募股权和风险投资专业人士。[注]由于美国生产和出口的金融服务产品越来越少，再加上获得好的制造业工作的蓝领工人越来越多，这种收入差距扩大的趋势将会得到扭转。

通过维持低汇率和增加产品出口等措施，其他国家已经在大力推进制造业部门的发展。由此，他们认为美国也应采取同样的策略，而要想实现这一目的，美国不仅要像德国一样限制劳动力成本的增长，而且还要像中国一样积极维持较低的汇率。

贬值不能解决所有问题

真是这样就好了。如果弱势美元可以神奇地振兴美国产业，可以创造大量的制造业岗位，并可以缩小收入差距，那自然是好事。但美国的环境同德国的环境并不一样。长期以来，德国不仅是欧洲重要的资本货物生产国，而且也是生产设备的主要供应国。现在，它还把触角伸向新兴市场。虽然存在这样或那样的经济和金融问题，但高度发达的学徒培

训体系却为它提供了数量庞大的熟练技工，它从来都没有让自己的制造业部门衰退过。而美国的制造业就业增长则缺乏如此有利的起点。

与新兴市场如中国的环境相比，它们的差距甚至更大。通过将农民转变为组装线工人（仅需几天的培训，他们就能掌握所需技能），中国可以并已经促进了制造业就业增长，并提高了数量庞大的非熟练工人的收入。这与密歇根州海兰帕克——一个世纪前，亨利·福特在那里建立了第一条组装线——的情况还是有区别的。以现代标准看，用于生产T型车的技术是非常简单的，因此也就使得美国可以在不到一个星期的时间里完成工人培训，而在这些工人中，很多都是移民或直接来自农场。

时下美国的情况已经不同于以前。制造业已经转向了发展中国家，而这也正是我们所说的经济发展的含义。工业化的扩张正在让世界2/3的人口脱离贫困线。对于发展中国家来说，它们在那些依赖非熟练工人和半熟练工人的产业（工人的培训只需一个星期）上越来越占据优势，因为它们拥有大量可以转变为工人的劳动人口。中国把农民转变为组装线工人，与此相对，美国则需要把快餐店的雇员转变为半导体加工厂的技术工人。但这种对比是没有意义的。美国的制造业是国际上竞争最激烈的制造业，它需要的是熟练的技术工人，而非快餐店的汉堡工。如果有足够的时间，美国人可以获得在半导体加工厂工作所需的技能和培训。但重要的是这种技能的传授，而不是单纯地降低劳动力成本。

另一个问题是，在美国的商品和服务出口中，制造业仅占微弱多数。服务（不包括向外国人支付债务利息的服务，但包括投资银行和保险公司的承销服务、工程公司的设计服务，以及软件公司和管理咨询公司的商业服务等）占了整整30%的份额。在美国出口的服务中，大多数是由接受过良好教育的熟练工人提供的。农业和原材料加工产品在出口中占了另外15%的份额。[注]拥有广袤的肥沃土地的美国向来都是一个农产品出口大国，但这是资本密集型的农业综合企业部门的出口。不同于没落的家庭农场，农业综合企业部门雇用的工人相对较少。

这些都不奇怪。按新兴市场的标准看，美国拥有充裕的资本和数量

庞大的技术工人。在美国的出口产业部门中，资本和技术工人是最重要的投入要素。[注]众所周知，在与中国的竞争中，美国倒闭的都是那些拥有大量生产工人但生产率却很低的工厂。[注]美元汇率下跌30%并无助于美国的非熟练或半熟练工人与中国的劳动力竞争，尤其是在中国劳动生产率年增长6%的情况下。

重振美国出口的理由很多，但得益的主要是资本和技术工人，因为在出口生产中，他们——而不是非熟练工人（非熟练工人的工作已经转移到发展中国家）——是最重要的投入要素。汇率的变化并不能解决所有问题。如果美国人关心——他们也应该关心——收入差距扩大的问题，那么就应寻求其他的解决方式，比如改变税制、限制银行家的红利或加大教育和培训的投入等。

经济与影响力

如果美元失去其超级特权，所引发的后果将不仅仅局限于经济领域。正如安全专家所警告的，弱势美元将会让美国更难以发挥其战略影响力，也会让美国更难以实现其外交政策目标。美国用以赢得朋友和影响他人的对外援助资金将会更少。美国公司进行战略投资的能力也将受到削弱。在强势美元下，如果在西非炼油厂投资，很多国家都会考虑美国的立场以便引进美国资本，但在弱势美元下，美国“收买”外国政府的能力将大大下降。

与此同时，强势货币国家将去做所有美国已无力承担的事情。比如美国正在削减自由欧洲电台/自由电台（RFE/RL）的预算，而与之相对地，中国国际广播电台则通过在肯尼亚的发射机，每天提供长达19个小时的节目。

作为一个国际净债务国，美国将依赖于其他国家的慷慨解囊，而这

又为其他国家创造了向美国施压的施力点。在其他国家变得越来越自信的同时，美国反而会变得越来越谨慎。国际债务国的货币往往是弱势货币，而从历史上看，没有一个国际债务国会长期保持大国地位。

这类警告一再成为媒体的报道重点，但这只是对问题的一种误判。实际上，从一个以美元为国际主导货币的世界转向一个现在必须同其他货币分享这一角色的世界，其对美国追求地缘政治目标的能力的影响是相当有限的。将美国经常项目赤字从所占GDP的比重中减少3个百分点（这也就意味着其他国家将不再以美元为其主要储备货币），并不会对美国在世界上的地位造成根本性影响。将美元贬值30%——减少经常项目赤字需要美元有这样一个幅度的贬值，并不会对美国产生太大的影响，因为先前美元也曾出现过如此幅度的升值或贬值，但并未对美国造成灾难性影响。

决定美国战略影响力的根本性因素是其基本经济和财政的健康状况。一个不能促进经济增长的国家，将会失去其政治和战略实力。一个无法筹得足够财政收入或无法控制其他开支的国家，将无力提供足够的国防预算。美国国防开支已经下滑到历史最低点（仅占GDP的4%），而且仍在继续下滑，原因就在这里，实际上与美元是否仍保持国际储备货币地位无关。适用于军事实力的同样适用于软实力。现在，在非洲众多地区都能看到由中国政府资助的援助医生，而且人数超过美国。是国库亏空导致美国无法提供更多的对外援助，导致美国无法招揽更多的富布赖特学者，但这同样与美元是否仍保持国际货币储备地位无关。

占世界2/3人口的新兴市场的发展速度已经超过美国。美国国防开支在全球产出中所占份额的下滑速度甚至快于其在美国产出中所占份额的下滑速度。这是一个简单的算术问题，也提醒我们，导致美国地缘政治影响力下降和导致美元国际影响力下滑的根本性因素是一样的，那就是这个世界正朝着多极化方向发展。同时，这还提醒我们，对美国来说，要想维持和强化其地缘政治影响力，除了整顿财政秩序之外，还需要从整体上提升经济的健康状况。英国在第二次世界大战后的实力下降

不像美国这般严重，因为战后它就已经成了一个国际净债务国，经济的不景气让英国政府陷入困顿。正是因为这种经济上的萎靡而非因为英国是一个净债务国，迫使其于1947年从希腊撤军。同样也是因为这种经济上的萎靡而不是因为英国欠美国钱，导致其在1956年的苏伊士运河战争中被迫让步。

对一国地缘政治影响力产生重要影响的是该国基本经济的健康状况，而非它的汇率或净对外投资国地位。如果需要对汇率和净对外投资国地位的行为做一个统一的解释，那这个解释同样是基本经济的健康状况。对于美国的战略影响力来说，美元上浮或下跌30%并不重要，重要的是未来10年间，美国经济会保持2%还是4%的年平均增长率。

同样，这里也存在一个危险场景：美元并不是逐渐下跌至某个低水平，而是发生崩溃。如果美元崩溃，那所有的赌注都会烟消云散。在这里，重要的是记住这样一点，若出现美元崩溃，那么问题肯定出在美国身上。这也就意味着，美国可以避免这种最坏情况的发生。好消息是，美元的命运掌握在美国人自己手里，而不是其他人手里。

---

1. 见第二章。

2. 1955年在印度尼西亚万隆召开的首届不结盟国家会议上，纳赛尔向周恩来表示了购买“中国武器”的意愿。而在军备方面，中国本身依赖于苏联，这或许有助于解释为什么杜勒斯对埃及承认中华人民共和国的反应如此强烈。

3. 弗雷尔（2009）表示，1967年苏伊士运河的关闭对运输成本和贸易额产生了非常大的影响，第二章有详述。显然，1956—1957年危机期间也是如此。

4. Nutting （1967）, pp. 34–35.

5. 理查德·诺伊施塔特（1970）在他关于英美关系的经典研究中，把艾登对美国态度的“混乱感知”归咎于他对麦克米伦的依赖。

6. Horne （1968）, p. 422.

7. 见第二章。

8. 最低可接受的储备水平被视为20亿美元，是因为这是“不可靠的”非英镑区国家所持的英镑的大概价值。英国当局担心的是，这些国家可能随时都会要求将它们所持的英镑转换为美元（福德，1992，第543页）。

9. 更危险的是，无论是从政治还是从学理的角度，英格兰银行都不太愿意通过升息来捍卫英镑。政治方面的理由：提高利率会导致失业；学理方面的理由：英国经济学家的战后共识是，货币政策对实体经济特别是国际收支的影响非常有限。

10. 危险在于，如果英国再次实施货币贬值——距上一次仅过去7年，英镑区的其他成员可能不会跟进，而随着它们的汇率的变动，该区域内的贸易和金融流动将会受到冲击。正如孔斯（1991，第89页）所指出的，“在1956年，英镑的强势和英镑区的持续存在对英国的重要性怎么强调也不为过”。苏伊士运河大大降低了英国和澳大拉西亚之间的航运成本，而此次危机对英镑区的持续存在有着极其重要的影响。

11. 艾登指责美国人投机。奇怪的是，他也指责中国人投机。中埃两国领导人在万隆会面后，据称中国担任了纳赛尔与苏联人之间的中间人。所以说，中国可能真的使用了金融武器（埃登，1960，第555~556页）。

12. 因此，通过这种金融杠杆作用，美国没有必要积极削弱英镑，也没有必要抛售所持的英镑。事实上，在危机最严重的1956年第四季度，美国政府所持的英镑证券也仅是略有下降。对美国来说，它只需反对英国通过国际货币基金组织借款的请求即可。从技术上讲，英国借款需要获得国际货币基金组织董事会成员的简单多数支持，但拉丁美国国家和日本很可能站在美国一边。所以，在美国反对的情况下，拼凑一个简单多数实际上是一件不可能的事情。

13. 相对于它们自己的货币。

14. Kunz （1991）, p. 151.

15. 从技术上讲，这是配额。麦克米伦也解释说，艾森豪威尔总统将会要求国会批准免除1945年英美贷款协定中的1.75亿美元的款项，而且美国已经承诺通过进出口银行为英国石油进口提供贷款。

16. 两个月后，总额为5亿美元的进出口银行贷款拨付。

17. 正如第一次世界大战期间他们避开英镑一样，稳定性是他们考虑的主要因素（见第一章）。

18. 见第二章。

19. 2010年5月，当恐慌情绪笼罩欧洲债券市场时，欧洲中央银行买入了欧元债券。美联储所面临的情况大致相同。

20. 欧洲在2010年春的经历表明了这种风险的存在。欧洲中央银行大规模购买政府债券并不足以安抚投资者，也难以阻止他们抛售欧元。此外，要想安抚市场，欧洲各国政府需要展现意愿，表明它们愿意采取严肃的财政整顿措施。

21. 据奥尔巴赫和盖尔（2009）的预测。虽然美国国会预算办公室对预算赤字和债务规模的预测要少，但前提是现行法律保持不变，而从历史上来看，这并不总是可靠的。比如，替代性最低税（Alternative Minimum Tax），它不以通货膨胀或收入增长为指标，因而随着时间的推移，越来越多的家庭会面临更高的税率。实践中，国会已经多次“临时”调

整替代性最低税的门槛，我认为这种情况以后还会发生。现行法律还要求削减联邦医疗保险支付给医生的费用，但国会已定期推迟批准。国会预算办公室需要假定这些费用会被切实削减。

22. 在税收收入中，有1/5会被用于支持利息，其隐含的寓意是美国正常水平的利率应为5%。

23. 关于外国投资者购买美元证券对美国利率的影响预测，见第四章，注释33~35。当债务和GDP的比率接近100%时，利率每增加一个百分点，则代表着联邦税收收入额外增加5%。

24. 虽然州和地方税收占美国GDP的9%，但这无助于联邦政府摆脱困境。州和地方政府可以筹集额外收入，但它们也是额外债务的来源。据国际货币基金组织预测，美国的一般政府债务比率——包括州政府和联邦政府在内——将在2014年达到100%。

25. 法定开支的预期增长解释了几乎所有的总非利息开支的预期增长。医疗保险和医疗补助是重要推动因素，在接下来的25年里，它们将会占三大法定开支增长的80%（另外一项是社会保障开支）。

26. 即美联储所谓的“双重使命”。

27. 在经济学家用以考虑美联储政策工具设置是否得当的“泰勒规则”中，利率并没有明确出现。“泰勒规则”仅有的论点是预期通货膨胀和产出缺口。

28. 伯南克（2009）。这位美联储主席所讲的实际上平淡无奇。“在过去一年左右的时间里，美元的外汇价值波动较大。在金融压力最严重的时候，资金流向最深的、最具流动性的资本市场，导致美元显著升值。近期，随着金融市场运转的改善和全球经济活动的稳定，这些避险资金的流动已经减少了，而美元也由此恢复了收益。美联储将继续密切关注这些事态的发展。我们十分关注美元价值变化的影响，并会继续制定政策，防范风险，捍卫我们的双重使命，即全面就业和价格稳定。”但伯南克认为他可以对美元发表评论的事实，使得这段话成为他演讲中最受关注的内容。

29. 这个说法来自卡尔沃和莱因哈特（2009）。正是外币计价债务鼓励各国政府和央行以此种方式管理它们的汇率，见豪斯曼、帕尼萨和斯泰因（2001）。

30. 这里的2000亿美元，大致是外国人所持的，在未来12个月内到期的私人或政府债务的价值。

31. 同时，美联储还给巴西、墨西哥和新加坡的央行各提供了总额为300亿美元的换汇交易，见第五章。

32. 一万亿美元约为美国GDP的6%，而这个规模，也是美国经常账户赤字陷入危机的规模。由于不包括黄金在内的总储备以每年大约5000亿美元的速度增长，且其中2/3为美元，所以与之相对，美元开支的减幅将略低于5000亿美元。下文另述。

33. 见戈尔丁和卡茨（2008）。一定程度上，这反映了一个简单的算术现实，当后来出生的人所接受的教育已经达到较高水平时，再进一步提升教育程度将变得更加困难（不

可能每个人都接受大学教育），但作者要表明的是，就业市场上的人更多了。

34. 这应被视为贸易加权基础上的贬值。

35. 假设美国名义收入增长为5%（实际增长3%，通货膨胀2%），那么在这种情况下，美国外债对GDP的比率可以稳定在60%。这个数字虽高，但也是可行的。假设实际利率为3%，那么美国将会把大约2%的年收入转移给外国人，以偿还外债。至于3%是不是一个合适的实际利率，这个问题后面另述。需要注意的是，相当于美国GDP的3%的开支降幅，数额略低于5000亿美元，与前面注释32中的数字相吻合。

36. 原因在于，汇率贬值并不会导致一对一的进口价格增长。而且，进口产品和服务只占美国家庭消费的一小部分。美联储工作人员估计，美元贬值30%，进口价格会上涨大约6%。该研究来自马拉齐等人（2005），他们预计汇率“传递”系数为20%。伊尔格、马拉齐和罗滕伯格（2006），以及科尔塞蒂、德多拉和勒杜克（2007）预计该系数更大。还有其他一些作者认为该系数要小。我采用了折中数据。由于进口也占GDP的20%，这意味着美国生活水平将下降1.2%。如果国内生产的同类产品（进口品的竞品）价格也相应上涨——相对于美国家庭的购买力而言，那么生活水平的下降幅度还会拉大（与上面预计的国内开支下滑幅度一致）。

37. 皮凯蒂和赛斯表明，2001—2007年，占收入分配比最高的0.01%的人的收入，在国民收入所占的份额大约翻了一番，从3%增加到6%。这其中，很大一部分收入来自金融服务行业，见卡普兰和劳（2007）。

38. 这是2008年的数据，来自美国经济分析局。实际上，制造业占了美国出口份额的43%，服务业30%，农业6%，以及材料21%（原材料占1/3，加工材料和半加工材料占2/3）。

39. 芬斯特拉和汉森（2000）估算了资本和劳动以及生产和非生产工人在美国进出口中的相对重要性。他们在表2中表明，相比于美国进口，在美国出口中资本对劳动的比率更高，非生产工人（熟练工人）对生产工人（非熟练工人）的比率也更高。

40. 关于这一点的研究，参见伯纳德、詹森和肖特（2006）。

后记

自本书英文版首次出版以来，关于美元及其国际角色的辩论就从未停止过，也没有任何减弱的迹象。2011年夏，美国国会就是否提高联邦政府债务的法定上限上演了一出闹剧。直至政治边缘主义致使美国财政部几近陷入违约境地，协议才最终达成。评级机构标准普尔对此次美国政治运转失灵印象深刻，作为回应，它史无前例地下调了美国国债的信用评级。由6名民主党人和6名共和党人组成的跨党派“超级委员会”负责起草旨在减少预算赤字的联合提案，但无果而终。

这些事件显然不会提升人们对美国经济政策的信心，也不会为美元增光添彩。它们同样不会提升消费者的信心，也无助于经济复苏。这种政治不确定性导致的经济增速放缓迫使美联储将利率维持在近乎零的水平上。面对仍处于低迷状态的房地产市场和国内经济，伯南克领导下的美联储于2011年9月推出了一个名为“扭转操作”（Operation Twist）的计划。该计划涉及将短期债券（美联储先前买入的30天期和90天期国库券）换为长期债券，旨在提升债券价格，并对固定投资决策所依赖的长期利率施加下行压力。[注]这是为重振美国停滞不前的国内经济而采取的一系列行动，也被广泛认为是越来越不顾后果的行动。

这并不是对美联储行动的唯一解读，也不是美联储行动的唯一效果。国外担忧，伯南克先生的隐秘议程是降低美元对外币的汇率，提振美国出口。从这一方面讲，美联储的政策是以牺牲美国贸易伙伴的利益为代价的，以此刺激国内经济增长。此外，美联储近乎零的利率，再加上其他国家的高利率，会推动金融资本流入回报率更高的新兴市场。这场进入国外市场的流动性海啸不仅会引发当地通货膨胀，而且会造成资

产泡沫。其他国家的政策制定者深感不安。巴西财政部长吉多·曼特加情绪激动地指控美国正发起一场“货币战”。德国财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒控诉美国“以印钞方式，人为压制美元汇率”。在评论美国货币政策在国外引发的敌视情绪时，一向以外交辞令见长的朔伊布勒直斥美国政策“让人摸不着头脑”。[注]他暗示说，美联储的政策，绝不是一个负责任的全球货币管理者所应持有的政策。

2011年的这些事件也由此加剧了人们原本就存在的一种紧迫感，即急需改变当前建立在美元的嚣张特权之上的体系。基于这样一种体系，美国政策制定者可以随心所欲地做任何想做的事情，而其他国家则只能接受他们的指令。普京曾经指责说，美国人“像寄生虫一样，靠着全球经济和美元的垄断地位过活”，这令人印象深刻。

其他一些观察人士虽然没有使用普京那种具有煽动性的辞令，但他们同样认为，这种局势不应继续下去。要么改革国际体系，要么把市场掌握在自己手中，因为不再对美国政策抱有幻想的银行、公司和政府会抛售它们所持的美元，然后换取其他更可靠的替代资产。

金融市场并未出现预期反应，当然这也不是第一次了。同那些令人可怕的预期相反，在经历了这些事件之后，美元的地位反而强化了。每当出现不确定性时，这其中甚至包括与美国政策相关的高度不确定性，投资者会纷纷买入而不是抛售美元。在债务上限谈判彻底失败之后，标准普尔将美国国债的信用评级从AAA下调到AA+，但美元却应声走强。据精明的分析师表示，这不过是一次膝跳反射式的下意识反应——那些已经习惯将美元作为安全港的投资者再一次本能地涌向美元避险。他们坚称，长期来看，信用评级下调对美元的影响是负面的。

事实并非如此。在标准普尔下调评级之后的4个月里，美元对一个代表性的外币篮子的升值超过4%。美国长期国债成为2011年全世界表现最佳的政府债券，而这也反映了下半年需求的持续强劲。

尽管存在种种问题，但美元依然是这个世界上唯一真正的避险货币

和各种国际交易的主导工具。原因何在？答案可以分为三个部分。

第一，美国金融市场仍是全球流动性最好的市场，而在不确定性时期，投资者最看重的就是流动性。他们可以在不遭受损失的情况下随时撤出资金，也可以在价格不波动的情况下大规模买卖美国国债。

第二，美国没有通过通货膨胀化解债务危机的企图。美联储大幅增加了流通中的现金和信用，但考虑到当前经济的低迷状态，这不会拉升通货膨胀或压低国债价格。就避险货币而言，稳定性是国际投资者和官方投资者特别是中央银行所看重的、仅次于流动性的第二属性。尽管存在种种警告，但美元依然保持着稳定。

第三，尽管美元存在各种瑕疵，但在缺乏吸引力的众多货币中，它仍是市场上最有吸引力的货币。或者，用加州债券基金经理比尔•格罗斯的话说，它是“一摞脏衬衫中最不脏的一件”。由于市场上缺乏具有同等吸引力的货币选项，所以美元依旧保持着它的嚣张特权。

欧元所经历的种种磨难证明了这一点。2011年，被低估了的希腊债务危机恶化并迅速发展成为泛欧危机，直接威胁到了欧元区单一货币的生存。原本被欧洲政策制定者视为禁忌的话题，比如像希腊这样的国家会不会抛售欧元或货币联盟会不会解体等，被首次摆上台面，公开讨论。德国总理默克尔和法国总统萨科齐对希腊议会未能通过他们给出的改革方案而大为光火，并警告希腊说，要么接受他们的指令，要么放弃单一货币。据《华尔街日报》报道，欧洲各中央银行正着手制订应急计划，应对货币联盟可能崩溃的局面。报道称，至少有一家中央银行，即爱尔兰中央银行已在评估是否需要更多印刷机，以便印制新的钞票。注

由于欧元存在破产的可能性，所以它很难成为一种有吸引力的美元替代者，它不具备全球货币所应具备的稳定性。随着市场对欧洲各国政府偿付能力的担忧加剧，欧洲债券价格急剧下跌，交易量大幅缩水。就流动性而言，欧元区主权债券市场从未赶上美国国债市场。2011年的事件进一步强化了这两个市场之间的对比。当年晚些时候，欧洲各国政府

极力鼓励亚洲主权财富基金和中央银行加大对欧元区债券的投资。不出意外，亚洲投资者对此并未表现出多少兴趣。正如中国人民银行货币政策委员会学术委员李稻葵所言，“中国可不想挥霍国家的财富，到头来还只被视为一个傻钱来源”。

问题在于，欧洲能否处理好它所遇到的麻烦，把欧元从危机中解救出来，并进一步强化它所扮演的角色，抑或欧元已病入膏肓，无可救药。要解决当前的问题，即稳定欧洲的公共财政和实现经济的再次增长，需要各方面做出牺牲。此前大幅飙升的社会开支和公共部门薪酬，必须予以削减。要确保养老金安然无虞，则退休年龄必须延迟。[注]习惯收取现金的希腊医生必须照章纳税。意大利尚未开放的行业必须开放，比如出租车行业，再比如医药行业等。雇用壁垒和其他劳动市场限制政策必须移除。如果债务上升到了不可持续的水平，则必须减记，让银行和其他投资者分担损失。

所有这些措施都会遭到既得利益者的抵制。要克服他们的抵制，则需要强有力的政治领导，但在很多时候，欧洲并不具备这种能力。此外，这也需要北欧国家努力。德国等国家将不得不出资设立一个资本充裕的金融救助体系。它们将不得不为经济孱弱的南欧国家提供财政支持，至少要帮助它们解决一部分债务问题——要么直接提供联合担保，要么以间接方式，允许欧洲中央银行买入身陷危机泥潭的国家的债券。

对普通的德国人来说，有个问题想不太明白：为什么要让他们做出牺牲来拯救他们的南欧邻居？正如《法兰克福汇报》在一篇言辞温和的社论中所说：“今后德国人必须工作到69岁而不是67岁，就是为了让希腊人早早享受退休生活吗？”

事实上，德国有多个理由该伸出援助之手。首先，坦率地讲，北欧也是这场危机的共谋者。每一个不顾后果的借方，都对应一个不顾后果的贷方。毕竟，南欧国家的那些钱是别人借的，而借钱给它们的，又大多是北欧国家的银行。[注]

其次，德国从欧元中获取了巨大利益。在某种意义上，与经济孱弱的南欧国家结成货币联盟，压低了德国相对于世界其他国家货币的汇率。这反过来则促进了德国汽车和机械制造业的出口。自世纪之交以来，出口一直是德国经济复兴的主要驱动力。而在欧元缺席的情况下，它的出口绝无可能保持如此活力。

再次，任何瓦解该货币联盟的企图都会对金融体系和各经济体造成冲击。如果一个经济孱弱的南欧国家考虑放弃欧元，那么储户就会逃离该国银行，抛售该国债券。人们担心这种情况会从一个国家蔓延到其他国家。由此，银行挤兑和金融动荡将不会局限在一国之内。在这样一片波涛汹涌的海洋中，德国不可能独善其身，成为一座平静、繁荣的孤岛。

最后，很重要的一点，创建欧元的决定可以说是一种交换，即以此换取欧洲其他国家放弃反对德国统一。[注]如果现在放弃支持欧元，则相当于否定了一项历史协议。诚然，同意这种特殊交换条件或许并不明智，但即便推行欧洲货币一体化的决定为时过早，这也并不意味着它是可逆的。不管你喜欢与否，欧元现在已经是大欧洲计划的核心。欧洲一体化的目的，是将德国和平地锁定在欧洲。一方面允许第二次世界大战后的德国重建经济，另一方面又要确保德国的工业实力不会再对它的邻国造成军事威胁。尽管德国对肆意挥霍的南欧人抱怨连连，但无可否认，现在欧洲一体化已经融入这个国家的政治文化。再者，如果货币联盟崩溃，那么欧盟也将很难存在下去。

一旦最紧迫的挑战——稳定欧洲财政和重新启动经济增长——被克服，那么接下来，对这个仍存在缺陷的货币联盟进行修补和完善是很有必要的。一方面，欧洲致力于打造单一货币和单一市场，但另一方面，它却有着数十个相互独立的国家银行监管机构，其混乱程度可想而知。基于相关安排，法德两国的银行监管机构忽略了其决策对希腊政府借贷能力的影响，而这也是引发欧洲危机的直接原因之一。银行监管的职责必须集中到欧盟层面上。这需要为泛欧存款保险计划设立一个共同基

金。此外，欧盟也必须进一步增加预算，对成员国的债务至少是部分债务进行联合担保。换句话说，在货币联盟之外，欧洲还必须创建一个财政联盟。

它会走回头路吗？半个多世纪的历史表明，在面对前进或后退的选择时，欧洲会选择继续前进。面对联盟内部出现的信心危机，欧洲做出回应，那就是继续朝着一体化的方向前进。法国技术官僚、最初的欧洲经济共同体的主要设计者让·莫内曾经说过一句非常有名的话，“欧洲是在危机中建立起来的，而最终结果将会是所有这些危机的结果之和”。历史不作任何保证，但历史先例表明，欧洲会竭尽所能拯救其货币联盟。若是如此，危机之后的欧元将会进一步走强，并最终会成为国际市场上美元的替代货币之一，而这也正是它的设计师们所希望看到的。在短期内，这恐怕难以实现，但总有一天会实现。

如果欧元在国际舞台上的前进步伐放缓，那么人民币的步伐就会加快。多年来，中国一直采取减少对美元依赖的战略，而这也鼓励了国际社会对人民币的使用。[注]目前，这一发展势头正在加速。就从事与中国进出口贸易业务相关的公司而言，在商品交易中使用人民币开票和结算的越来越多。2010年，也就是跨境人民币交易被批准后的第一个完整年度，结算金额仅为780亿美元。相比之下，到2011年第一季度，人民币贸易结算规模若折合成年计算则高达2200亿美元。随后，中国和日本就共建市场达成一项协议。在该市场，从事出口业务的公司收到人民币付款后，可以直接将这些人民币兑换成日元，省去了先兑换为美元再兑换为日元的烦琐程序。[注]考虑到中国对外贸易的规模——现在已经超过了美国，在国际贸易相关交易中，人民币的使用空间还将大大拓展。

对于运往中国的货物，外国公司乐于接受人民币付款，因为外界预计未来该货币还会有进一步的升值空间。它们所持的人民币存款规模越来越大，其中主要集中在香港，以中国货币计价的存款现在已经占到了它们的总存款规模的10%。

为鼓励人民币在金融交易中的使用，中国的政策制定者允许银行和

公司以多种方式使用人民币存款。2010年8月，中国引入一项试点计划，允许一部分离岸金融机构使用人民币资金投资中国债券市场。寻求在中国投资的外国公司可以在香港发行人民币计价债券，并利用这些资金投资中国内地的业务。[注]中国境内非金融机构也被鼓励为类似目的在香港发行人民币计价债券。2011年底，中国监管机构发放许可，允许使用离岸人民币在中国股市购买股票；日中两国政府达成一项协议，日本政府所属的日本国际协力银行（Japan Bank for International Cooperation）将在中国销售人民币计价债券。2012年年初，英国财政部和香港金融管理局达成一项协议，允许在伦敦开展离岸人民币交易。

在私人金融市场率先引入人民币的国家和地区，中央银行最终也会跟进。如果私人交易以人民币作为结算币种，那么中央银行将会在其储备中持有一部分人民币，以便在必要时对私人金融市场进行干预。至少两家中央银行，即马来西亚和尼日利亚的中央银行已经持有一部分人民币储备。日本在这方面也表现出了意愿，旨在鼓励在双边交易中更多地使用人民币。此外，中国还同香港特别行政区、印度尼西亚、马来西亚、新西兰、新加坡和韩国，以及相隔更远的阿根廷、白俄罗斯、冰岛和乌兹别克斯坦签署了双边本币互换协议，支持将人民币纳入央行外汇储备的做法。

这是一个精心策划的战略，旨在提升中国货币在全球舞台上所扮演的角色。首先，在对外贸易中鼓励使用人民币进行开票和结算。其次，为人民币在国际金融交易中的使用提供便利。最后，鼓励各央行将人民币作为储备货币。该战略从亚洲开始，然后逐步推向世界。

话说回来，虽然中国是一个规模庞大的经济体，但依照国际标准，中国金融市场的规模还很小。债券市场总体规模仅为美国的1/10。中国政府以及中国金融机构和非金融机构发行的债券，大多为银行和信用合作社所持有且持有至到期，而在金融市场发达的国家，此类资产的交易非常活跃。结果就是，中国债券市场的换手率很低。按已发行债券的价值比例来看，中国的债券成交量仅为美国或欧洲的1%。由此，即便是很

小规模的交易，也会导致债券价格大幅波动。换句话说，在打造高容量和高流动性市场方面，中国还有很长的路要走。要知道，美元之所以能够成为有吸引力的国际货币和全球储备货币，原因就在于美国拥有高度发达的市场。

最后，要想让私人投资者和中央银行在其所持资产中大幅提升人民币资产所占的比例，不仅需要发展金融，还需要进行政策改革。一方面，中国要建立更多元化的投资者客户群体，以此推进交易和培育更具流动性的债券市场；另一方面，中国要进行银行体系改革，为中央银行和其他外国投资者持有人民币存款提供便利和支持，让他们感到安心。中国银行必须建立在纯粹的商业基础之上，而不是依赖于地方政府的基础设施项目建设贷款或房地产商的建筑开发贷款。银行高管遴选要在全球开展，而不是作为一种奖励，安排给那些曾经在公共部门服务过的人。与外国金融投资相关的任何安全担忧，都必须予以解决。中国要进一步推进法治进程。

除金融部门之外，人民币的国际化也需要中国在经济政策和经济结构方面进行深远变革。随着中国银行放弃定向贷款的做法，地方政府和国有企业将不得不自食其力。随着中国逐步取消对外国投资者跨境转移资金的限制，中国维持低汇率水平、促进出口的能力将会受到削弱。随着资本跨境流动规模的增长，中国将不得不采取更灵活的汇率机制，以缓冲资本流动对本国经济的冲击。换句话说，中国将不得不放弃过去所依赖的扎实的增长模式的关键要素，比如定向贷款、出口依赖和钉住美元的汇率制等。

中国领导人已经明确表示了他们的想法。他们希望重新平衡经济，减少对出口的依赖，进而降低外部世界对国内经济可能造成的冲击。他们希望推进银行的商业化改革，推进法治进程。他们希望对地方政府和建筑企业施以严格的预算约束。但如此深远的转型不是一朝一夕就能完成的，所以短期来看，人民币尚无法取代美元在国际舞台上的地位。不过，中国的货币已经走上世界舞台，而且前进步伐越来越快，甚至超过

了先前的想象。

这些事件可以让我们从另外一个角度来审视本书描述的趋势。它们强化了美元的国际地位。它们延迟了欧元作为美元全面竞争对手的发展进程，但同时加速了人民币的国际化进程。不过，这些事件并未影响本书的核心结论。美元仍是当今世界唯一真正意义上的全球货币。但现在如此，并不代表永远如此：正如世界经济越来越呈多极化趋势一样，国际货币和金融体系也将朝着多极化的方向发展。在国际舞台上，美元迟早会遇到挑战。如何应对这些挑战以及结果如何，则将更多地依赖美国的政策。

---

1. 20世纪60年代最初的“扭转操作”是美联储以类似方式扭转利率结构的一次尝试，即在降低固定投资敏感的长期利率的同时，提升有助于减缓通货膨胀的短期利率。美联储2011年秋进行的资产负债表的操作即受早前经验启发。

2. Chris Isadore, “Global Fed Bashing Casts Shadow Over G20,” CNN Money （18 November 2011）, www.cnnmoney.com.

3. David Enrich, Deborah Ball, and Alistair MacDonald, “Banks Prep for Life after Euro,” Wall Street Journal （8 December 2011）, www.wsj.com.

4. 南欧国家已经开始实施。

5. 不仅仅是德国银行，还有法国银行以及其他国家银行。所以，德国纳税人要做的，法国纳税人同样也要做。

6. 见第三章。

7. 见第五章。

8. 从事出口业务的中国公司在收到日元付款后，同样可以在该市场直接将这些日元兑换成人民币。不过，有人认为这一方向的换汇交易会少一些。

9. 又被非正式称为“点心债券”（dim sum bonds）市场。自2010年年中到2011年年中，该市场的规模扩大了两倍。

致谢

感谢我的朋友和同事，是他们促成了本书的撰写计划。感谢牛津大学出版社的编辑戴夫·麦克布莱德在文字编辑方面给予的指导。感谢保罗·布鲁斯坦、杰瑞·科恩、理查德·格斯曼、彼得·科纳恩、理查德·库珀、陈庚辛、杰夫·沙弗尔、特德·杜鲁门、道格拉斯·韦伯、戴夫·韦塞尔在我写作过程中无私地提供资料——这并不意味着他们同意本书的观点。感谢《国家利益》的编辑贾斯汀·罗森塔尔和《外交》的编辑詹姆斯·汉戈，正是在他们的支持下，才产生了本书第四章和第五章的内容。感谢在出版过程中给予我大力帮助的斯科特·莫耶斯。感谢帮我打理办公室事务及个人生活的谢里尔·阿普尔伍德。感谢在数据上提供支持的马克·弗兰德鲁和吉赛拉·鲁阿。此外，还要感谢为我提供了休假年的雇主，若非如此，本书是不可能完成的。

同样，也要把本书献给米歇尔。